

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho Mercantil



TESIS DOCTORAL

**Nuevas formas de ejercicio del voto: la escisión entre la propiedad de
las acciones y los derechos de voto**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Luz María García Martínez

Directoras

**Carmen Alonso Ledesma
Isabel Fernández Torres**

Madrid, 2018

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho Mercantil



**UNIVERSIDAD
COMPLUTENSE
MADRID**

**NUEVAS FORMAS DE EJERCICIO DEL VOTO:
LA ESCISIÓN ENTRE LA PROPIEDAD DE LAS ACCIONES Y LOS
DERECHOS DE VOTO**

**MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR
PRESENTADA POR**

Luz María García Martínez

BAJO LA DIRECCIÓN DE

Dr. Carmen Alonso Ledesma

Dr. Isabel Fernández Torres

Madrid, 2017



**UNIVERSIDAD
COMPLUTENSE
MADRID**

**FACULTAD DE DERECHO
DEPARTAMENTO DE DERECHO MERCANTIL**

Tesis doctoral

**NUEVAS FORMAS DE EJERCICIO DEL VOTO:
LA ESCISIÓN ENTRE LA PROPIEDAD DE LAS ACCIONES Y LOS
DERECHOS DE VOTO**

Autor:

Luz María García Martínez

Dirección:

Prof. Dr. Dña. Carmen Alonso Ledesma, Catedrático de Derecho Mercantil de la UCM,

Prof. Dr. Dña. Isabel Fernández Torres, Titular (acreditada) de Derecho Mercantil de la

UCM

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, quiero manifestar mi más sincero agradecimiento a la directora de esta tesis, la profesora Carmen Alonso Ledesma, mi Maestra. Como profesora despertó en mí el entusiasmo por el Derecho mercantil y un gran interés por la investigación sobre esta materia. Le agradezco especialmente la oportunidad de realizar esta tesis bajo su dirección. Sus orientaciones han sido determinantes para el desarrollo de este trabajo.

Igualmente quiero mostrar mi gratitud a la profesora Isabel Fernández Torres como codirectora por su disponibilidad y cercanía a lo largo del desarrollo de esta tesis doctoral. Su supervisión y aportaciones han posibilitado que esta tesis llegara a su término. Estaré siempre en deuda con ambas directoras por su plena dedicación conmigo, así como por sus valiosos consejos desde el plano académico y personal.

Quiero extender mi agradecimiento al Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, tanto a su actual directora la profesora Juana Pulgar como a todos los profesores que a lo largo de estos años se han preocupado por mi progreso. Sus palabras de ánimo han sido siempre muy alentadoras, al igual que el intercambio de vivencias con los compañeros de doctorado.

Siempre estaré agradecida por la oportunidad que se me ha brindado para asistir a los Seminarios organizados por el Departamento en la Universidad de Harvard pues los temas allí discutidos han contribuido de forma muy relevante a la elaboración de esta tesis. Igualmente deseo agradecer la estancia de investigación realizada en la Universidad de Oxford, financiada a través de un proyecto del Departamento. Quiero mostrar mi reconocimiento al profesor Dan Awrey de esta Universidad por sus tutorías académicas sobre mercados financieros.

También deseo mostrar mi agradecimiento a todas aquellas personas que de una u otra forma han contribuido desde un punto de vista científico y personal a la realización de esta tesis. Aunque no es posible citarlas aquí, por razones de espacio, quiero que conste mi gratitud y afecto hacia todas ellas.

Por último, quiero agradecer a mis padres su apoyo y su ayuda incondicional. Igualmente tengo que reconocer el optimismo y el entusiasmo que me aportaron mis hermanas, Lucía y Marta, a lo largo de este trabajo. No puedo acabar estas líneas de agradecimientos sin mencionar a mi compañero en este camino, Armando, por su respeto a mi vocación investigadora; gracias por acompañarme.

INDICE

ABREVIATURAS	11
RESUMEN.....	21
ABSTRACT	23
INTRODUCCIÓN.....	25
INTRODUCTION	33
CAPÍTULO PRIMERO: APROXIMACION A LOS CONTRATOS DE TRANSFERENCIA TEMPORAL DE LA PROPIEDAD O EL RIESGO DE VALORES	39
I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES.....	39
II. EL PRÉSTAMO DE VALORES	39
1. <i>Caracterización</i>	39
1. 1. <i>Concepto y función económica.....</i>	39
1. 2. <i>Régimen legal</i>	42
2. <i>NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE PRÉSTAMO DE VALORES</i>	43
3. <i>ELEMENTOS DEL CONTRATO.....</i>	44
3. 1. <i>Personales</i>	44
3. 2. <i>Reales</i>	46
A) <i>Causa.....</i>	46
B) <i>Objeto</i>	48
2.3 <i>Formales.....</i>	49
4. <i>LAS OBLIGACIONES DE LAS PARTES Y EL INCIDENTE DEL EJERCICIO DEL VOTO.</i>	52
4.1. <i>Tomador o prestatario.</i>	52
4. 2. <i>Prestamista.</i>	54
III. DERIVADOS FINANCIEROS SOBRE VALORES (DERIVADOS EQUITY)	55
1. <i>CARACTERIZACIÓN</i>	55
1. 1. <i>Una aproximación a la concepción unitaria del derivado como instrumento financiero</i>	55
1. 2. <i>LOS RASGOS DEFINITORIOS DE LOS DERIVADOS DE RENTA VARIABLE O EQUITY... 58</i>	

A) Activo subyacente.....	58
B) Mercado de negociación del derivado.	58
C) Instrumento financiero subyacente	61
2. NATURALEZA JURÍDICA DE LOS CONTRATOS O INSTRUMENTOS FINANCIEROS	
SUBYACENTES	63
2. 1. <i>Opción</i>	63
2. 2. <i>Futuro o forward</i>	65
2. 3. <i>Swap</i>	66
3. ELEMENTOS DEL CONTRATO.....	68
3. 1. <i>Personales</i>	68
3. 2. <i>Reales</i>	70
A) Causa.....	70
B) Objeto	74
4. LAS OBLIGACIONES DE LAS PARTES.	75
4. 1. <i>Opción</i>	75
4. 2. <i>Futuros</i>	78
4. 3. <i>Equity swap</i>	80
IV. RECAPITULACION: LA INFLUENCIA SIN RIESGO Y EL INTERÉS	
OCULTO EN SOCIEDADES COTIZADAS COMO PUNTO DE PARTIDA.....	81
CAPITULO SEGUNDO: EL DECOUPLING O LA ESCISIÓN ENTRE LA	
PROPIEDAD DE LA ACCIÓN Y EL DERECHO DE VOTO: EN PARTICULAR,	
EL EMPTY VOTING O VOTO VACÍO	85
I. CONCEPTO Y ETIMOLOGÍA DEL DECOUPLING.....	85
II. LA SIGNIFICACIÓN DEL EMPTY VOTING COMO TIPO DE	
DECOUPLING.....	88
1. LA COBERTURA DEL RIESGO COMO CRITERIO DELIMITADOR DE LAS NUEVAS FORMAS	
DE VOTO.	88
2. FINALIDAD DEL EMPTY VOTING	90
3. EL USO CUALIFICADO DE LOS DERIVADOS EQUITY Y EL PRÉSTAMO DE VALORES.....	96
3. 1. <i>Delimitación de la problemática</i>	96
3. 2. <i>De la reducción a la sobre cobertura del riesgo</i>	97
A) Opción put at the money	97

B) Zero cost collars.	98
C) Venta de futuros.	98
3. 2. <i>De la neutralización del riesgo a la sobre cobertura con traslación de derechos económicos.</i>	99
A) Tomador de un préstamo de valores	99
B) Parte corta swap	100
III. EL PERFIL TÍPICO DEL EMPTY VOTER.	103
1. EL ACCIONISTA INFLUYENTE.	103
1.1. <i>Nuevos accionistas y gobierno corporativo.</i>	103
1. 2. <i>La puesta en práctica de la estrategia: el fortalecimiento a través de alianzas.</i>	113
2. LA CARA OPUESTA DEL DECOUPLING: LA REACCIÓN DE LOS INSIDERS.	118
III. ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA INFLUENCIA SIN RIESGO U OCULTA COMO NUEVA FORMA DE EJERCICIO DEL VOTO.	121
1. PLANTEAMIENTO.	121
2. CARACTERÍSTICAS DE LAS SOCIEDADES SOMETIDAS A ESTRATEGIAS DE DECOUPLING.	121
3. LA DISOCIACIÓN CAPITAL-RIESGO ANTE LA DISTRIBUCIÓN DEL DERECHO DE VOTO.	126
3.1. <i>Unas notas preliminares relativas a principio de proporcionalidad.</i>	126
3. 2. <i>La naturaleza de la desviación.</i>	130
4. LA EXACERBACIÓN DE LA HETEROGENEIDAD DEL ACCIONARIADO.	134
5. LA DESMEMBRACIÓN DE LA POSICIÓN JURÍDICA DEL SOCIO EN EL DECOUPLING.	141
6. EL DECOUPLING ADMINISTRATIVO Y LA AGRAVACIÓN DEL EMPTY VOTING: EL SISTEMA DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DE VALORES COMO PROBLEMA.	145
6.1. <i>Consideraciones preliminares entorno al principio de legitimación registral en el sistema de anotaciones en cuenta.</i>	145
6. 2. <i>La custodia global de valores.</i>	149
6.3. <i>La pérdida de titularidades en la custodia global agravada por el decoupling</i>	154
6.4. <i>La captura de votos y la record date como agravante.</i>	158

6.5. <i>La inflación de valores u over voting. Evidencias en EEUU y hallazgos preliminares en la Unión Europea.</i>	163
---	-----

CAPITULO TERCERO LA TRANSPARENCIA COMO HERRAMIENTA PREVENTIVA PARA LA DETECCIÓN DEL EMPTY VOTING Y VARIANTES RELEVANTES..... 169

I. CONSIDERACIONES PREVIAS..... 169

II. EL CONTRATO DE PRÉSTAMO DE VALORES Y DERIVADOS EQUITY: CONOCIMIENTO DE LAS OPERACIONES Y DE SUS CONTRAPARTES.

TRADE REPOSITORIES VS PTI 170

1. DERIVADOS EQUITY: EN PARTICULAR, DERIVADOS NO ESTANDARIZADOS E INCIDENCIA DE LA INFORMACIÓN DE LOS TRADE REPOSITORIES.....	170
2. EL PRÉSTAMO DE VALORES: TRAZABILIDAD DE LAS OPERACIONES DE PRÉSTAMO, REGISTRO INTERNO Y TPI.....	178

III. LA NOTIFICACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO..... 186

1. EL <i>EMPTY VOTER</i> EN EL MERCADO DE INFLUENCIA.	186
1.1 <i>Introducción: Aspectos fundamentales de la Directiva 2004/109/CE y justificación de la aplicación a supuestos de decoupling.</i>	186
1.2 <i>La comunicación de participaciones significativas relacionadas con casos de empty voting o decoupling en general.</i>	191
A) Préstamo de valores.	191
B) Derivados equity.	194
a) El tratamiento de los derivados equity en la redacción original de la Directiva 2004/109/CE.....	194
b) Etapa intermedia.	196
a') Los Estados miembros ante los casos de derivados <i>equity</i> por diferencias.....	196
b') Primeros posicionamientos de las Instituciones de la Unión Europea	204
C) Tercera etapa: La Directiva 2013/50/UE, la armonización de la transparencia de los derivados equity.....	209
D) Valoración de la reforma.....	215
E) Aplicación práctica en España.	219

2. EL HIDDEN MORPHABLE OWNER Y EL MERCADO DE CONTROL. EL CÁMPUTO DE LOS VOTOS EN DERECHO DE OPAS ESPAÑOL Y LA INCIDENCIA DEL RECURSO AL PRÉSTAMO DE VALORES Y DERIVADOS FINANCIEROS.....	222
2. 1. <i>Preliminar</i>	222
2. 2. <i>Préstamo de valores</i>	223
2. 3. <i>Los derivados equity</i>	223
A) El cómputo de los derechos de voto.	223
B) La actuación concertada en el marco de operaciones con derivados equity.	227
3. EL NEGATIVE VOTER Y LAS VENTAS EN CORTO: REGLAMENTO 236/2012 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO DE 14 DE MARZO DE 2012 Y POSICIONES CORTAS/NETAS.	234
4. LOS <i>INSIDERS</i> , ABUSO DE MERCADO Y <i>DECOUPLING</i>	236
III. EL RÉGIMEN DE IDENTIFICACIÓN DEL ACCIONISTA.....	238
1. EL DERECHO A IDENTIFICAR AL ACCIONISTA Y LA INCIDENCIA DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA.	238
1. 1. <i>Introducción</i>	238
1.2. <i>La evolución de la identificación accionarial en nuestro ordenamiento</i>	239
1. 3. <i>El art. 497 LSC en la redacción dada por la Ley 31/2014 y su desarrollo reglamentario: ámbito de aplicación</i>	245
1. 4. <i>Examen de la aplicación del art. 497 LSC al inversor último</i>	249
2. ANALISIS SOBRE LA VIABILIDAD DE LA IDENTIFICACIÓN DEL INVERSOR ÚLTIMO.	253
2.1. <i>El reconocimiento definitivo de la cesión de la legitimación en el art. 524 LSC como precedente. Implicaciones para la hidden morphable ownership</i>	253
A) La Directiva 2007/36/CE y el voto transfronterizo.	253
B) La cesión de la legitimación como obstáculo para la transposición de la Directiva a nuestro ordenamiento.....	255
C) La Transposición de la Directiva a nuestro ordenamiento: la primera versión del art. 524 LSC.....	260
D) La antesala de Ley 31/2014: Las enmiendas al 524 en la Propuesta del Código Mercantil y el posicionamiento del Tribunal Supremo sobre la cesión de la legitimación.	264

E) El definitivo reconocimiento de la cesión de la legitimación a través de la Ley 31/2014.....	267
F) Consideraciones conclusivas.	274
2. 2. <i>Hacia el reconocimiento del tercer escalón olvidado: Propuestas de mejora.</i>	276
A) Punto de partida: el desequilibrio en el tratamiento de la tenencia indirecta en la Ley 31/2014.	276
B) La oportunidad de la reforma: Una aproximación a las tendencias en favor de la reforma de los sistemas de identificación del accionista.	277
C) La extensión del derecho de la sociedad a conocer al titular real.	284
a) Propuestas para la reforma del ámbito objetivo del art. 497 LSC.....	284
b) Examen de los cambios necesarios a adoptar en el régimen de comunicación de las titularidades registrales.	291
D) Una ampliación adicional del derecho de identificación en supuestos de decoupling: el conocimiento de la identidad de quien soporta el riesgo económico de las acciones.	300
a) El derecho a conocer los intereses en la sociedad.	300
b) Cambios a introducir en sede de junta general.....	303
CAPITULO CUARTO MEDIDAS EN DERECHO DE SOCIEDADES CONTRA LOS EFECTOS ADVERSOS DEL DECOUPLING	307
I. LA INEXISTENCIA DE UNA REGULACIÓN ESPECÍFICA SOBRE EL EMPTY VOTING EN DERECHO SOCIETARIO.....	307
1. PRIMERAS REACCIONES AL <i>DECOUPLING</i>	307
2. LA AUTORREGULACIÓN DEL <i>EMPTY VOTING</i>	310
2. 1. “Markets standards” en la industria del préstamo y derivados equity.	310
2. 2. <i>Libertad de pactos estatutarios y empty voting</i>	314
A) Transparencia en el ejercicio de los derechos del socio.	314
B) Mecanismos de control reforzados (<i>poison pills</i>).....	316
3. TRATAMIENTO JURISPRUDENCIAL DEL <i>EMPTY VOTING</i> EN EL <i>COMMON LAW</i>	320
3.1. <i>La compra de votos como antecedente del decoupling</i>	320
A) Primeros pronunciamientos.....	321
B) <i>Schreiber v Carney</i> : la legalidad de la compra de votos.	323
C) La era <i>post Schreiber</i> : la ampliación del <i>intrinsic fairness test</i>	325

D) La adaptación de la doctrina de compra de votos a los casos de <i>empty voting</i> en EEUU.....	328
3. 2. <i>El caso Telus o la capacidad del juez para el examen de un supuesto de empty voting en Canadá</i>	331
II. LA PREVENCIÓN Y SANCIÓN DE LOS SUPUESTOS DE <i>DECOUPLING</i> EN NUESTRO ORDENAMIENTO	332
1. UNA APROXIMACIÓN AL DEBER DE FIDELIDAD DEL SOCIO COMO <i>RATIO IURIS</i> DE LAS MEDIDAS APLICABLES A LOS SUPUESTOS DE <i>EMPTY VOTING</i>	332
1. 1. <i>El deber de fidelidad en la posición jurídica del socio</i>	333
1.2. <i>Unas notas sobre la relevancia de la concepción ampliada del interés social en sociedades cotizadas</i>	337
1.3. <i>La incidencia del deber de fidelidad en el ejercicio del voto en supuestos de empty voting</i>	343
2. LA TRADICIONAL AUSENCIA DE MEDIDAS PREVENTIVAS EN SOCIEDADES COTIZADAS.	349
2. 1. <i>El voto del accionista en conflicto</i>	349
2.2. <i>Las cláusulas anti-empty voting en la práctica en España</i>	354
2. 3. <i>El control judicial de los supuestos de empty voting</i>	358
3. EXAMEN DE LA APLICACIÓN DEL DEBER DE ABSTENCIÓN DEL EJERCICIO DEL VOTO A LOS CASOS DE <i>DECOUPLING</i>	361
3. 1. <i>El carácter tasado del conflicto de intereses en el art. 190. 1 LSC</i>	361
3.2. <i>Viabilidad de una interpretación extensiva del art. 190 LSC</i>	365
A) Extensión subjetiva del art. 190. 1 LSC a los conflictos indirectos.	365
B) Extensión objetiva de los deberes de abstención del art. 190. 1 LSC.	367
3. 3. <i>Incardinación del empty voting como conflicto atípico</i>	369
3. 4. <i>Consideraciones finales</i>	372
4. LA POSTERGACIÓN DE LA SOLUCIÓN DEL <i>DECOUPLING</i> A LA ESTIMACIÓN DE LA IMPUGNACIÓN.	375
4. 1. <i>La causa legal de impugnación: la vulneración al interés social</i>	375
A) La lesividad de los acuerdos viciados de decoupling, en particular el negative voting.....	375
B) Acuerdos abusivos potenciados por el empty voting.....	380

C) El obstruccionismo del accionista minoritario negative voter y los acuerdos negativos.....	383
4.2. <i>El desinterés y la legitimación en supuestos de decoupling.</i>	386
4.3. <i>La suficiencia de la declaración de nulidad en casos de decoupling.</i>	389
III. PROPUESTAS PARA LA SOLUCIÓN DE LOS EFECTOS ADVERSOS DEL DECOUPLING	390
1. CONSIDERACIONES PRELIMINARES.	390
2. LA PROHIBICIÓN DEL DERECHO DE VOTO EN SUPUESTOS DE DECOUPLING.	392
3. LA ADMISIÓN DE LA NEGOCIABILIDAD DEL DERECHO DE VOTO.	395
A) El mercado de préstamo de votos.	395
B) La negociación del interés económico o core-outcome analysis.	397
C) Pivotal mechanism o voto pivotal.....	398
D) Quadratic voting	399
4. SOLUCIONES DIFERENCIALES EN ATENCIÓN AL GRADO DE DISOCIACIÓN.	402
4.1. <i>El punto de partida: La propuesta de una aproximación incremental al problema del decoupling.</i>	402
4. 2. <i>La suspensión del derecho de voto en supuestos de interés económico negativo o negative voting.</i>	404
A) Extensión.....	404
B) Alternativas para su incorporación.	406
a) Una norma en derecho societario de prohibición del voto del accionista negativo.	406
b) La ampliación de las competencias de la CNMV.	408
C) Prohibición estatutaria del voto del negative voter	410
4. 3. <i>La limitación del voto en casos de riesgo económico positivo.</i>	411
A) La redacción de una cláusula anti empty voting	411
B) Examen de la admisión de la cláusula.	415
4.4. <i>Métodos de reasignación del derecho de voto</i>	418
A) Recoupling y hidden morphable ownership.....	418
B) La neutralización del riesgo y la record date	421
C) La distribución del voto en función del riesgo soportado: delta hedging....	423
a) Allocation of rights theory.....	423
b) Valoración de su implementación.	424

IV. LA RECONSIDERACIÓN DEL DEBER DE FIDELIDAD DEL SOCIO ANTE LOS SUPUESTOS DE DECOUPLING.....	428
1. CONSIDERACIONES PRELIMINARES	428
2. UNA APROXIMACIÓN A LOS RÉGIMENES DE LEALTAD O FIDELIDAD DEL SOCIO EN DERECHO COMPARADO.	430
2. 1. <i>Desarrollo jurisprudencial del deber de fidelidad del socio.</i>	430
2. 2. <i>Alusión a cláusulas generales.</i>	434
2. 3. <i>Un deber legal de fidelidad del socio.</i>	439
3. ALTERNATIVAS PARA LA CONCRECIÓN DEL DEBER DE FIDELIDAD DEL SOCIO EN LA LSC.	442
3. 1. <i>Líneas de reforma basadas en la experiencia comparada.</i>	442
3. 2. <i>La extensión del deber de lealtad del administrador al accionista influyente.</i>	443
A) La insuficiencia de la asimilación del negative voter al administrador oculto.	443
B) Una propuesta de extensión subjetiva del deber de lealtad del administrador al accionista influyente.....	445
3.3. <i>La concreción definitiva del deber de fidelidad del socio como cláusula de cierre.</i>	451
CONCLUSIONES	455
CONCLUSIONS	471
BIBLIOGRAFIA	485

ABREVIATURAS

AA.VV.	Autores Varios
ADC	Anuario de Derecho Civil
AEB	Asociación Española de Banca
AEVM	Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority, ESMA)
AIFMD	Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio, relativo a los gestores de fondos de inversión alternativos.
AJA	Actualidad Jurídica Aranzadi
AktG	Aktiengesetz (Stock Corporation Act), Germany
AMF	Autorité des Marchés Financiers
AP	Audiencia Provincial
Ap.	Apartado
APCM de 2013	Anteproyecto de Código Mercantil de 17 de junio
art.	Artículo
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Federal Financial Supervisory Authority), Germany
BdE	Banco de España
BGH Germany.	Bundesgerichtshof (federal Court of Justice), Germany.
BM	Banco Mundial
BME	Bolsa y Mercados Españoles
BOE	Boletín Oficial del Estado
Bus. Law.	Business Lawyer
CA 2006	Companies Act 2006, Great Britain
CCP	Cámara de contrapartida central
C. C.	Código Civil
C. Com	Código de Comercio

CESCR	Committee on Economic, Social and Cultural Rights
CFD	Contrato por Diferencias
CFTC	Commodity Futures Trading Commission (EEUU)
CMOF	Contrato Marco de Operaciones Financieras de la Asociación Española de Banca
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Coord.	Coordinador
Coords.	Coordinadores
CSA	Canadian Securities Administrators
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CUBG	Código Unificado de Buen Gobierno
D.A.	Disposición Adicional
DCV	Depositorio central de valores
Del.	Delaware
DGRN	Dirección General de los Registros y el Notariado
dir.	Director
Directiva 2004/109/CE	Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE
Directiva 2004/25/CE	Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición:
disp. fin.	Disposición Final
disp. tran.	Disposición Transitoria
DT	Documentos de Trabajo
DTCC	Depository Trust & Clearing Corporation
EBOR	European Business Organization Law Review.
ECC	Entidad de Contrapartida Central
ECFRs	European Council on Foreign Relations
ECFR	European Company and Financial Law Review

ECGF	European Corporate Governance Forum
ECGI	European Corporate Governance Institute
EFAMA Association	European Fund and Asset Management
EM	Exposición de Motivos
EMCA	European Model Company Act
EMIR	Reglamento (UE) no 648/2012 del Parlamento europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones:
ESMA	Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados
ESOP	Employee stock ownership right plan:
ET	Estatuto de los Trabajadores
EU	European Union
FD	Fundamento de Derecho
FEF	Fundación de Estudios Financieros
FI	Fondo de Inversión
FIA	Fondo de Inversión Alternativo
FSA	Financial Services Authority (Gran Bretaña)
FSB	Financial Services Board
GMSLA	Global Master Securities Lending Agreement
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HFT	High frequency trading
Ibid.	Ibidem
Id.	Ídem
IIC	Institución de Inversión Colectiva
IICIL	IIC de Inversión Libre

IOSCO Commission	International Organization of Securities
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISLA	International Securities Lending Association:
JM	Juzgado de lo Mercantil
SJM	Sentencia del Juzgado de lo Mercantil
LBO	Leveraged Buyout
LEC	Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil
LEI	Legal Entity Identifier
LIIC	Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva
LME	Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles
LMV Valores	Ley 24/1998, de 28 de julio, de Mercado de
LO	Ley Orgánica
LOSSEAR	Ley 10/2014, de 26 de junio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de Entidades de Crédito.
LSA	Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas
LSA de 1951	Ley de 17 de Julio de 1951 del Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital
LSRL	Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada
M&A	Mergers & Acquisitions
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MBCA	Model Business Corporation Act
MEFF	Mercado Español de Futuros Financieros

MIFID	Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros
MIFID 2	Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.
MIFIR	Reglamento (UE) núm. 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros
MOM	Majority of the minority
N.Y.	Nueva York
Núm.	Número
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
op. cit.	En la obra citada
OPA	Oferta pública de adquisición
OTC	Mercado bilateral u over the counter:
p.	Página
PCM	Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación y publicada por el Ministerio de Justicia el 20 de junio de 2013. Edita Secretaría General Técnica, Ministerio de Justicia, Madrid, 2013.
PCSM	Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 16 de mayo de 2002
Pº	principio
pp.	Páginas
Prof.	Profesor
PTI	Post-Trade Interface
RAE	Real Academia Española

RD	Real Decreto
RD 83/2015	Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre
RD ESIS	Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión
RD OPAs	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
RD	Real Decreto
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDCP	Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal
RDGRN	Resolución de la Dirección General de Registros y del Notario
RDL	Real Decreto-Ley
RDLACC	Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.
RDLeg	Real Decreto-Legislativo
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RDMV	Revista de Derecho del Mercado de Valores
RDOPAS	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
RDS	Revista de Derecho de Sociedades
RDT	Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio,

	del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea
Rec.	Recomendación
Reglamento 236/2012	Reglamento 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 –en adelante
RDCP	Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal
Rev. Doc.	Revue des Sociétés
RDP	Revista de Derecho Patrimonial
RIIC	Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva
RJC	Revista Jurídica de Catalunya
RLIIC	R.D 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
RM	Registro Mercantil
RMBCA	Revised Model Business Corporation Act
RMV	Registro del Mercado de Valores
RRM	Reglamento del Registro Mercantil
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
s.p.a.	società per azioni
SA	Sociedad Anónima
SAN	Sentencia Audiencia Nacional
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SE	Sociedad Anónima Europea
Seattle U. L.	Seattle University School of Law

SEC	Securities and Exchange Commission
SGIIC	Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva
Sidney L.R.	Sydney Law review
SJM	Sentencia de Juzgado de lo Mercantil
SL	Sociedad de Responsabilidad Limitada
SMEs	Small and medium-sized enterprises
Società/Soc.	Le Società
SRL	Sociedad de Responsabilidad Limitada
ss.	siguientes
SSRN	Social Science Research Network
SSTS	Sentencias del Tribunal Supremo
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional
STJS	Sentencia del Tribunal Superior de Justicia
STJUE	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
STSJ	Sentencia Tribunal Superior de Justicia
TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
TR	texto refundido
TRLMV	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores
TRSs	Total Rerutn Swaps
TS	Tribunal Supremo
U. Pa. L. Rev	University of Pensilvania Law Review
UCLA	Universidad de California en Los Ángeles
UCM	Universidad Complutense de Madrid
UE	Unión Europea
UK	United Kingdom
UNCITRAL	United Nations Commission for the Unification of International Trade Law
USA	United Stated of America
USC	United States Code

USC	United States Code
V.	Véase
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. R.	Vanderbilt Law Review
Vid.	Véase
Yale L.J.	Yale Law Journal
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht

RESUMEN

La intensidad del derecho del voto se ha determinado tradicionalmente en proporción a la aportación del socio a la sociedad. Además de las posibles excepciones a este principio previstas por el Derecho de sociedades, los accionistas gracias al recurso a derivados equity y al préstamo de valores han conseguido crear disociaciones *de facto* que reciben el nombre de *decoupling*. Los accionistas pueden obtener una influencia relevante sin soportar el riesgo de mercado asociado a su participación (*empty voting*) o un inversor puede replicar una posición larga en acciones hasta conseguir determinar el sentido del voto de un accionista de manera informal sin llegar a ser el propietario de las mismas (*hidden morphable ownership*). El objeto de esta tesis es el examen de la incidencia que el uso cualificado de estos contratos en la toma de decisiones en la junta general. En consecuencia, ha sido necesario afrontar el estudio de los elementos de los contratos sobre acciones, sus usos y los posibles abusos del *decoupling* en las sociedades afectas, si se cuenta con la suficiente transparencia para detectar futuras estrategias y las posibles lagunas de nuestro ordenamiento en relación con la prevención y sanción de las nuevas disociaciones. A lo largo de la investigación se ha aplicado la metodología basada en la Ciencia del Derecho que nos ha permitido finalmente ofrecer unas propuestas con el fin de prevenir y reducir los efectos adversos y mantener la vertiente positiva de las nuevas formas de voto.

Palabras clave: derecho de voto, riesgo, *decoupling*, *empty voting*, *hidden morphable ownership*.

ABSTRACT

The power to vote has traditionally been proportional to the interest of the shareholder in the corporation. Besides the possible exceptions to this principle which are established by company law, shareholders are able to achieve *de facto* deviations termed decoupling through equity derivatives and securities lending. Shareholders may obtain decisive influence without market risk exposure (empty voting) and investor who do not hold shares can mimic a long position in shares and even get informal voting rights (hidden morphable ownership). The objective of this thesis is to examine the qualified use of these contracts in the adoption of resolutions in the general meeting. Accordingly, there has been required to address the study of the intricacies of the aforementioned contracts, their uses and abuses of decoupling in the companies that takes place, if there is enough transparency to detect prospect strategies and the possible failures of our company law framework regarding the prevention and sanction of the new deviations. Alongside the investigation the legal science method is applied in order to finally offer the required *de lege ferenda* proposals to prevent and reduce the adverse effects and maintained the positive side of the new ways of voting.

Keywords: voting rights, risk, decoupling, empty voting, hidden morphable ownership.

INTRODUCCIÓN

Entre los derechos que conforman la posición jurídica del socio se encuentra el voto. Su atribución con carácter general en sociedades anónimas está en proporción a la aportación del socio al capital. Esta equivalencia entre riesgo y poder pretende el reparto equitativo del voto entre los socios que se encuentren en igualdad de condiciones. Sin embargo, el legislador ha admitido excepciones a esa regla pues, por ejemplo, se puede prever estatutariamente cláusulas limitativas del derecho de voto o emitir acciones sin voto en sociedades cotizadas.

En este sentido, algunos estudios tales como el *Report on the Proportionality Principle in the European Union*¹ consideran una realidad diferente pues el quebrantamiento del binomio riesgo y poder está a la orden del día al destacar hasta trece desviaciones del principio de proporcionalidad. Este informe reconoce su vez como las prácticas del mercado tales como los derivados y el préstamo de valores requieren un estudio diferenciado de las desviaciones tradicionales examinadas en el mismo. En esta misma línea, la OCDE, en el estudio *Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion*², también establece el recurso a “nuevos” instrumentos financieros tales como derivados y préstamo de valores para separar el control de la propiedad. A este respecto, se han computado hasta más de ochenta casos mundiales, incluidos en el seno de nuestras sociedades cotizadas³.

Las evidencias presentadas sobre las disociaciones *de facto* creadas por los inversores ponen de manifiesto el interés de esta investigación. La innovación del recurso a estas prácticas proviene del uso cualificado de los derivados equity y el préstamo de valores para alcanzar una posición de influencia o hasta de control en una sociedad. Ello se ha visto favorecido por la celebración de estos contratos fuera del mercado u *over the counter* (OTC) que contribuye a su opacidad y, por ende, a las dificultades para su detección. Asimismo, la flexibilidad de los pactos inter partes propicia las fragmentaciones características de estos contratos, es decir, la modulación del riesgo asociado a su participación en la sociedad, la obtención una potencia de voto mayor de

¹ INTERNATIONAL SHAREHOLDER SERVICES (Et. Al), *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007.

² OCDE, *Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion*, 2007.

³ HU, H. T. C. y BLACK, BERNARD S., “Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, 2008, p. 661 y ss.

manera temporal o la imitación de una posición larga en acciones sin tener que adquirir las acciones subyacentes. Se desprende, por tanto, no sólo la posibilidad de ejercitar el voto sin riesgo sino también se fractura el binomio riesgo-poder pues en ocasiones se escinden los derechos económicos o *cash flow rights* del derecho de voto en otras hasta el derecho del voto, por lo que surgen varios intereses sobre una misma acción como suceden en los supuestos previstos legalmente como son el usufructo o la prenda.

Como resultado, el accionista o inversor obtiene una influencia *low cost* de carácter cortoplacista con exposición al riesgo limitado o de manera oculta en sociedades cotizadas que se ha denominado *decoupling*⁴. En particular se subdivide en dos clases en función de la prevalencia del interés económico que soporta el socio o el derecho de voto. A esta nueva estrategia se le une la aparición de una nueva tipología de inversor que está inclinando la balanza en favor de la reactivación de la junta general y poniendo en valor de nuevo al derecho del voto. Su estrategia, no obstante, comprende precisamente el recurso a derivados y el préstamo para obtener dicha influencia. Por consiguiente, en el marco de la junta general, si aquellos que recurren al *decoupling* consiguen determinar la adopción de un acuerdo puede éste resultar contrario al interés social o afectar al resto de los socios pues presentan intereses divergentes al haber cubierto el socio que determina el acuerdo su posición y su horizonte inversor es cortoplacista, es más, puede reportarle beneficios privados su estrategia de cobertura u ocultación. Asimismo, cabe subrayar que el *decoupling* puede utilizarse por cualquier tipo de socio hasta por la sociedad, en consecuencia, puede agravar los conflictos entre mayoría y minoría al acudir los *insiders* a estas técnicas. En definitiva, el *decoupling* pone en tela de juicio la pretendida adecuación de la proporcionalidad para la modulación del derecho de voto pues logra fracturar el binomio riesgo-poder que justifica dicho principio. En última instancia, hace cuestionarse si el socio ostenta siempre el interés residual óptimo para ejercer el derecho de voto en las juntas generales de sociedades cotizadas ante la divergencia de intereses que pueden manifestarse con el recurso a estos instrumentos.

Ante los problemas que pueden generar las prácticas de *decoupling* en el gobierno de las sociedades cotizadas, el objetivo general de esta tesis ha sido examinar la toma de

⁴ HU, H. T. C/ BLACK, B., “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden Ownership,” 79 *S. Cal. L. Rev.* p. 811, 2006.

decisiones en la junta general en presencia de accionistas que han recurrido a derivados equity o préstamo de valores. Con este fin, se han considerado también unos objetivos específicos sobre el tema de estudio, en un primer término, el examen de los elementos de los contratos sobre acciones con el fin de detectar la posible desmembración de la acción o posición del socio para valorar el uso que puedan tener. En segundo término, dado que el estudio se enfoca en las nuevas formas de voto que ocasionan estos contratos, se ha analizado la incidencia del *decoupling* en la influencia del socio y su correspondiente impacto en las sociedades en las que ocurre o la afectación al resto de socios que no incurren en estas prácticas. Se ha valorado de igual modo, los posibles factores potenciadores de la estrategia. En tercer lugar, se ha investigado si se cuenta con la necesaria transparencia para detectar el uso cualificado de los derivados equity y el préstamo de valores, lo que ha planteado un estudio desde tres perspectivas, a saber, la trazabilidad del contrato, la detección de la posición del socio que recurre a estos contratos y la capacidad de la sociedad y los socios para identificar al inversor último. Finalmente, en cuarto lugar, se valora si se cuentan con las medidas preventivas para que no se produzcan aquellos efectos adversos o, en el caso de que ocurran, establecer el régimen sancionador adecuado.

La metodología aplicada en esta investigación es la propia de la Ciencia del Derecho⁵, basándonos para ello en el análisis e interpretación de las leyes y disposiciones relativas en dos ejes sobre los que se vertebra este trabajo: el mercado de valores y las sociedades de capital. En particular, nos hemos centrado en aquellas disposiciones que tienen especial relevancia para nuestro objeto de estudio tales como, de un lado, las relativas a los derivados *equity* y el préstamo de valores, la transparencia de los instrumentos financieros, participaciones significativas e identificación del accionista y, de otro, los preceptos relativos a los derechos del socio, en particular el de voto. Del examen de estos dos ejes se desprende que la regulación se ha enfocado en la transparencia de ciertas posiciones en acciones pero no en la incidencia que tiene el *decoupling* en el ejercicio del voto. En particular, en la Unión Europea no se han adaptado medidas concretas al respecto del empty voting⁶ pero tampoco se han previsto en nuestro ordenamiento, lo que mantiene a la innovación financiera como vía para generar las

⁵ LARENZ, K., *Metodología de la Ciencia del Derecho*, Ariel Derecho, 2009, pp. 312 y ss.

⁶ ESMA. *Feedback Statement. Call for evidence on empty voting*. 29 de junio de 2012. ESMA/2012/415, p. 13.

nuevas formas de voto sin una respuesta legislativa sobre su impacto negativo. En consecuencia, se han tenido que adoptar diversos métodos interpretativos con el fin de hallar una solución a los efectos adversos del *decoupling*. Así, en ocasiones, se ha optado por la aplicación de un método histórico con el fin de tener en cuenta la evolución de instituciones relevantes y su posible extensión a supuestos de *decoupling*. En otros casos, se ha adoptado el método deductivo para la determinación de la aplicación de normas generales, principalmente, el régimen de tenencia indirecta de acciones, el conflicto de intereses del socio o la impugnación de acuerdos. Igualmente, se ha adoptado un criterio comparado con el objeto de investigar el tratamiento preventivo o sancionador de otros ordenamientos con respecto a la prevención del impacto negativo de las nuevas formas de ejercicio del voto. En igual sentido, al hilo del examen de la transparencia en la identidad del accionista y las características de la participación del socio en la sociedad se han examinado diversos sistemas de tenencia de acciones tales como Francia, Italia o países escandinavos. Asimismo, respecto a la concreción del deber de fidelidad del socio, se ha contrastado los diversos tratamientos legales, desde las cláusulas generales en los países nórdicos, el desarrollo jurisprudencial en el *common law* y en derecho continental, como es el caso de Alemania o Francia, así como aquellos otros ordenamientos que reconocen un deber legal de fidelidad del socio tales como Brasil o Israel.

Complementariamente se ha acudido a la jurisprudencia para localizar la resolución de casos que pudieran hacerse extensivos para nuestro objeto de estudio. Precisamente ha merecido un examen especial el *common law* pues se ha iniciado la asimilación de las doctrinas tradicionales al *decoupling*. El *soft law* ha sido otra de las piezas clave en nuestro estudio, no sólo aquellos aplicables las sociedades cotizadas sino también a los inversores, como son los *Stewardship Code*, igualmente son relevantes los *market standards* utilizados en la Industria del préstamo de valores y derivados.

Las aportaciones de la doctrina científica han resultado determinantes en esta investigación, pues ésta ha sido la pionera a la hora de afrontar el problema del *decoupling*. Se ha plasmado la doctrina científica española que ha llevado a cabo estudios al respecto así como la de otros Estados miembros al no contar, como se ha precisado, un pronunciamiento armonizado sobre el *empty voting* en Derecho europeo de sociedades. Dentro del examen de la doctrina comparada, cobra especial relevancia

el análisis en la doctrina norteamericana pues es donde se originaron los primeros casos y se encuentran las principales Bolsas de Valores; así como también a los estudios sobre derivados y préstamo de valores de Reino Unido donde se desarrolla uno de los principales mercados OTC. Se ha hecho también mención a algunos de los planteamientos existentes en terceros países debido a la importancia de sus centros bursátiles (Brasil o Hong Kong) o porque de la estructura de sus sociedades se perciben similitudes con nuestras sociedades cotizadas (Países Nórdicos o Israel).

A lo largo del trabajo también se ha dado cuenta de los casos reales de *decoupling* al hilo del análisis de sus usos o efectos. Asimismo, se ha acudido a la práctica societaria, principalmente a los estatutos de sociedades cotizadas españolas, centrando nuestra atención en el Ibex 35 pues, dado el mayor capital flotante de las sociedades cotizadas que lo integran, hay mayor probabilidad de aparición de nuevas estrategias de *decoupling*⁷.

La estructuración de la tesis tiene como punto de partida un capítulo preliminar relativo al examen de los caracteres de los contratos sobre acciones que generan las nuevas formas de voto. Consideramos que este capítulo es necesario para comprender cómo a través de los contratos que traen por causa la cobertura de riesgos, se han utilizado de manera cualificada para obtener una influencia sin riesgo u oculta en sociedades cotizadas. Se hace especial hincapié a la evolución de su función económica y las obligaciones de las partes, pues es clave para detectar la generación de las disociaciones.

El capítulo segundo desgrana las tipologías del *decoupling*, focalizando nuestra atención en las que inciden el ejercicio del voto. El estudio se centra, por tanto, en el *empty voting* o voto vacío y los subtipos que se generan con la modulación del riesgo sobre acciones para la obtención de una influencia *low cost* determinante en la junta general. También nos referiremos a aquella influencia de carácter oculto que puede determinar igualmente el derecho de voto, la *hidden morphable ownership* o propiedad oculta moldeable. Asimismo, se traza un perfil de aquellos sujetos que recurren al *decoupling*, haciendo especial mención a las consecuencias de la aparición de nuevos actores en la

⁷ CNMV, *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*, 2015, p. 25.

gobernanza de las sociedades, los *hedge funds funds* que se han servido en ocasiones de estas prácticas. En la cara opuesta se encuentran los *insiders*, que reaccionan a las nuevas formas de influencia a través de estrategias de interposición que les brinda la *hidden ownership*. Corolario del recurso al *decoupling* son los efectos tanto positivos como adversos que pueden darse, lo que exige evaluar tanto el impacto que produce en las sociedades en las que ocurre, como las circunstancias que agravan o potencian este tipo de prácticas. En particular, se determina la afectación el recurso a estos contratos en el principio de proporcionalidad al examinar la naturaleza de la disociación, la posible desmembración de la posición jurídica del socio así como se evalúa la agravación del impacto motivado por el sistema de tenencia de acciones.

Constatados los efectos en las sociedades en las que acontecen estas nuevas formas de voto, el capítulo tercero estudia la capacidad de detección del *decoupling*. Se aborda aquí la trazabilidad de los contratos relativos a los derivados *equity* y el préstamo de valores. Se valora la idoneidad sobre la regulación de la notificación de la participación significativa, de control o neta negativa en una sociedad para detectar las nuevas disociaciones. La última parte comprende el estudio de la identificación del accionista con independencia de su participación, detectando las posibles mejoras a incorporar para lograr conocer la estructura real de la propiedad de las sociedades cotizadas.

El capítulo cuarto se dedica al análisis de las medidas concretas que se han propuesto e incorporado para prevenir y sancionar los efectos adversos del *decoupling* desde una perspectiva comparada. Se encuentra estructurado en tres partes diferenciadas, partimos del estudio de las reacciones iniciales al *decoupling*, se analizan los *market standards* de la Industria de derivados y préstamo de valores así como las medidas que algunas sociedades han dispuesto. También se examina los pronunciamientos jurisprudenciales al respecto del *decoupling*. La segunda parte, se concentra en evaluar si nuestro ordenamiento se puede afrontar los aspectos perjudiciales del *decoupling*. Como se ha señalado anteriormente, la innovación financiera ha precedido al legislador y esté también es el caso español. Por ende, se ha valorado la incardinación de los supuestos de *decoupling* como un alejamiento del deber abstracto de fidelidad del socio. Este planteamiento ha requerido examinar si los mecanismos tradicionales para afrontar la prevalencia del interés privado del socio opuesto al interés social son aplicables al *empty voting* o a la *hidden ownership*. En definitiva, si es aplicable el régimen de

conflicto de intereses del socio o la impugnación de acuerdos. En atención a los posibles inconvenientes en la aplicación de medidas generales se procede a recoger las distintas propuestas específicas propuesta por la doctrina, desde la prohibición del voto a la creación de un mercado de votos, así como también, propuestas de carácter gradual que tratan de manera diferenciada las manifestaciones del decoupling en función de su tipología. Se consideran al hilo de las alternativas planteadas los obstáculos que se encuentran para su incorporación y las vías para su solución. En última instancia, como consideramos el *decoupling* como un alejamiento de un hipotético deber abstracto de fidelidad del socio, ante la amenaza que supone la agravación de la heterogeneidad de intereses entre accionistas, entonces, en vez de atacar a una de sus manifestaciones se examina la posibilidad de concretar definitivamente un deber de fidelidad del socio.

Finalmente, se han recogido en el apartado de conclusiones los resultados y propuestas que se desgranar en los cuatro capítulos en relación a las nuevas formas de voto con el fin de preservar los aspectos positivos del decoupling a la vez que se trata de reducir los efectos adversos con el fin de que las nuevas formas de voto no sean una amenaza para el buen gobierno de las sociedades cotizadas.

INTRODUCTION

Amongst the rights that constitute shareholder's position there is the right to vote. Its distribution is generally proportionate to the contribution of the shareholder to the capital of the company. The equivalence between risk and power is in order to distribute voting rights equitable to shareholders in the same conditions. However, the legislature has admitted some exemptions to this rule, for example, by laws clauses restricting the right to vote or companies may issue non-voting shares.

In this sense, some studies such as the *Report on the Proportionality Principle in the European Union*⁸ illustrate a different reality, the equivalence between risk and power is questioned because thirteen deviations to the proportionality principle are exposed. The report notices additionally how market practices such as derivatives and securities lending require a distinct study from traditional deviations. In the same terms, in OCDE's study on *Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion*⁹, there has been emphasized that the use of new financial instruments such as derivatives and securities lending separates control from property. In this regard, more than 80 worldwide cases have been noticed, including Spanish public listed companies¹⁰.

The evidences of *de facto* deviations created by investors confirm the interest of this thesis. The innovation of these practices originates from a qualified use of equity derivatives and securities lending in order to achieve an influent position or control in a company. These have been favored by the fact that parties select over the counter contracts that contribute to opacity and, as a result, their detection is more challenging. Correspondingly, the flexibility to draft these contracts reinforce the fractures of the shareholders position as it may reduce risk related to the shares they hold, increase voting power in the short term or simulate long position in shares without acquiring them. Therefore, not only shareholders can exercise the right to vote without bearing the risk of their holding but it might also breach the relation between risk and power because the instruments can separate cash flow rights from the right to vote. As a result

⁸ INTERNATIONAL SHAREHOLDER SERVICES (Et. Al), *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007.

⁹ OCDE, *Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion*, 2007.

¹⁰ HU, H. T. C. y BLACK, BERNARD S., "Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II: Importance and Extensions", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 156, 2008, p. 661 y ss.

various interests are generated from a share as it occurs in the usufruct or the pledge of shares. Consequently, the shareholder or the investor gains a low cost influence in the short term with a limited exposure to risk or a hidden interest in public companies which has been coined with the term decoupling. It can be divided into two types whether the risk exposure or voting rights prevails, in this sense, empty voting refers to the situation when a shareholder has limited market risk exposure to the price of shares but preserves the right to vote; in contrast, hidden ownership occurs when an investor is exposed to market risk of the underlying shares referred in the contract without having the property of the shares so he is not entitled to vote.

This new strategy is parallel to the emergence of hedge funds as a new investor type who is shifting the balance in favor of the reactivation of the general meeting and valuing again the right to vote; nevertheless, their strategy involves the use of derivatives and securities lending in order to gain power. Accordingly, if those that engage in decoupling obtain the swing vote to adopt a resolution, it may be detrimental to the corporate interest or abusive to the rest of shareholders as the notorious opposing interests that arise from the hedging strategy of the shareholder focuses on the short term. Moreover the investor can obtain private benefits from the hedging or hidden strategy. Additionally, it should be emphasized that not only hedge funds use decoupling but any investor even the company can engage in these sort of strategies, thus it can aggravate the conflict between majority and minority when insiders use these techniques. In sum, decoupling questions the efficiency of the one share-one vote principle as it is possible to fracture the equivalence between risk and power that justifies it. These techniques put into question whether the shareholder has the optimal residual interest that entitles to vote giving the conflicting interest that reveals the use of these contracts.

In view of the problems that can cause decoupling in the governance of public listed companies, the central objective of this thesis is to examine the adoption of resolutions in the general meeting when shareholders use equity derivatives or securities lending. To this end, it has been raised four key objectives on the subject of study. To begin with, it has been examined the elements of derivatives and securities lending contracts in order to detect how they affect to the division of the share or the shareholder's position and explore the uses of decoupling. Secondly, as the thesis is focused on the

new ways of voting caused by these contracts, we aim to consider the effects of decoupling in shareholder's influence and the corresponding impact in the public companies that may occur or the harm to the rest of the shareholders. It has been addressed as well the possible exacerbating factors of the strategy. In the third place, it has been explored whether there is enough transparency in order to detect the qualified use of equity derivatives and securities lending. This last objective has required to develop a study around three perspectives, the reporting of the contracts, the detection of the shareholders position and whether corporations or shareholders can perceive the identity of beneficial owners. Finally, it has been assessed if our legal framework has necessary preventive measures so as to the adverse effects do not occur or the sanctions to be imposed.

The applied methodology in this research is the one of the Science of Law¹¹. We have analysed and interpret the acts and provisions concerning two axes on which this thesis is structured: securities market and corporate enterprises. In particular, we have focused on those provisions that are relevant to the object of this study. For instance, on one hand, those regarding equity derivatives and securities lending, transparency of securities, major holdings and shareholder identification and; on the other hand, those related to shareholders' rights, precisely, the right to vote. The exam of the aforementioned provisions has concluded that the regulation has focused on transparency of certain positions rather than considering the right to vote in decoupling instances. Specially, in the European Union, there has been no attempt to adopt concrete measures with respect to empty voting¹² neither in our legal framework. As a result, the negative impact of financial innovation when decoupling takes place has no normative response. Therefore, we have been forced to take into account various interpretative methods with the purpose of finding a solution to the adverse effects of decoupling. Occasionally, we have applied an historic approach in order to consider the evolving nature of relevant institutions and its possible extension to decoupling. In other cases, the deductive method has been adopted with the purpose of the applicability of general rules to decoupling, specifically; we have analyzed the indirect holdings regime, the shareholder's conflict of interests or the challenging of resolutions. In addition, a

¹¹ LARENZ, K., *Metodología de la Ciencia del Derecho*, Ariel Derecho, 2009, pp. 312 y ss.

¹² ESMA. *Feedback Statement. Call for evidence on empty voting*. 29 de junio de 2012. ESMA/2012/415, p. 13.

comparative methodology has been applied with the aim to investigate the preventive measures or sanctions in other legislations. Accordingly, for example, when transparency of shareholders' identity and ownership structure has been addressed we have covered a range of securities holdings systems such as France, Italy or Nordic countries. The same method has been applied in relation to the exam of the opportunity to impose a fiduciary duty to shareholders, we have contrasted the diverse approaches to the duty of loyalty in jurisdictions, such as the general clauses in Nordic countries, the common law treatment or the evolving jurisprudence in continental Europe, as the German or France leading cases, as well as, other distinctive legal frameworks are Brazil or Israel that identify a differentiated duty of loyalty to shareholders. Correspondingly, jurisprudence in our legal system has been also referred with the aim to detect any decisions that would be extended to decoupling. Once more, we have taken under consideration common law because it has expanded traditional doctrines in order to be applied to decoupling cases. Soft law has been a relevant part in our study, not only better governance codes that applied to public listed companies but also those referring to investors such as the Stewardship Codes, there has been also consulted the market standards of the securities lending and derivatives Industry.

Scientific doctrine has a remarkable impact in our investigation because the first attempts to overcome decoupling come from this source. We have depicted the Spanish doctrine as well as other Member states owing to the lack of a uniform approach in the European Union in relation to empty voting. Furthermore, in the comparative doctrine, American authors have a significant impact in our study because the first decoupling cases are traced in USA and other reason is because the main stock exchanges are based in this country. As well as, we have consulted the substantial an analysis in United Kingdom regarding equity derivatives and securities because a prolific OTC market is based in this country. There is also taken into account some distinguished features of third countries due to the importance of their stock exchanges (i. e. Hong Kong or Brazil) or the companies' structure resemblances with our companies (i. e. Nordic countries or Israel).

During the course of the thesis, we also have referred to real decoupling cases, particularly, when the uses or effects of decoupling are mentioned. The impenetrability of contracts has forced us to consult other studies that have covered cases as well as economic newspapers. Furthermore, we have searched for corporate practices in a

comparative context as well as Spanish public listed companies, regarding to the later companies we have concentrated on those that are listed in IBEX 35 because they have more free float than the other listed companies, as a result, it is more likely that decoupling strategies take place.

The thesis structure has its starting point in a preliminary chapter in which the elements of contracts whose underlying are shares and create the new ways of voting, precisely, we examine equity derivatives and securities lending. We consider that this chapter is crucial to understand in what manner contracts that have an apparent hedging function are used in a qualified way, as to obtain a risk-free influence or hidden to public listed companies. Therefore, we highlight the evolution of the economic functions of those contracts as well as the obligation of the parties since it is decisive to detect the development of decoupling.

The second chapter requires unfolding the decoupling categories; we concentrate on those that affect the right to vote. The study addresses empty voting and its subtypes that are created by controlling risk exposure, as a result, the shareholder may obtain a low cost pivotal influence at the general meeting. We also discuss the hidden influence that also may be decisive thanks to the votes that the investor obtains informally, in other words, we consider a subtype of hidden ownership which is called hidden morphable ownership. Furthermore, we create a profile of those who tend to use decoupling, given a special significance to the fact that new actors as hedge funds play an important role in corporate governance and have limited investment constraints in order to engage in decoupling. The other side of decoupling is insider entrenchment; they react to shareholders regained influence through soft-parking techniques as hidden ownership. We have evaluated the impact of decoupling techniques in public companies as positive and negative effects can arise, along with the causes that might aggravate or assist these practices. In particular, the study comprises the nature of decoupling in relation to the proportionality principle, the fragmentation of shareholder's position and the exacerbation of decoupling owing to securities holding system.

As a result of the effects of decoupling on corporations, the third chapter studies to which extent decoupling strategies are being detected. Reporting of derivatives and lending transactions is evaluated. It is assessed the appropriateness of some notification

regimes to detect decoupling, it is included the reporting of major or control holdings, short selling or market abuse provisions. The last part of the chapter is concerned with the examination of the identification of shareholders irrespective of their holdings in the company in order to explore what improvements should be incorporated in order to finally obtain a picture of the real structure of corporate ownership.

Chapter four is reserved to the investigation of concrete measures that have been recommended and incorporated to inhibit and sanction the adverse effects of decoupling. It is structured in three differentiated parts, firstly, it is collected the initial reactions to decoupling, for example, the market standards applicable as well as the corporate practice or common law jurisprudence. In other words, it is examined how the Industry, corporations or judges have reacted to decoupling. The second part is reserved to evaluate if Spanish legal framework is prepared to solve adverse cases of decoupling. As we have previously stated, financial innovation has preceded its regulation, this is the case of Spain too. It comprises assimilating decoupling as an infringement of corporate interest by the shareholder through exercising the right to vote. In other words, the shareholder inflicts a theoretical duty of fidelity that has some signs in the LSC such as the regulation of the conflict of interest of shareholders and the challenge of resolutions, the former is a preventive measures whereas the latter is an *ex post* mechanism. We study if this general measures are sufficient to attack decoupling adverse effects. Given the possible flaws of the system, the third part of the chapter assess the possible reforms through a comparative doctrinal exam of what has been proposed to curb bad decoupling. From the prohibition to vote to the admission of a market of votes, as well as, the alternative that we consider the well-adjusted which is an incremental approach to decoupling. The challenge of their implementation in our enterprises act is that it entitles cumbersome changes. As a matter of fact, given that we consider decoupling as a breach of an abstract fiduciary duty, we finish our thesis reassessing the opportunity to implement a concrete shareholders' duty of loyalty.

In the last place, we present in the conclusions paragraph the findings and proposals of reform that we estimate are necessary in order to preserve the positive aspects of decoupling and curtail the adverse effects of the new ways of voting which put at risk governance of public listed companies.

CAPÍTULO PRIMERO: APROXIMACION A LOS CONTRATOS DE TRANSFERENCIA TEMPORAL DE LA PROPIEDAD O EL RIESGO DE VALORES

I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES

Este primer capítulo pretende trazar los caracteres esenciales de los contratos que tienen como activo subyacente acciones, es decir, el préstamo de valores y los derivados de renta variable o *equity*. Esta tesis no se enfoca en el análisis jurídico de estos contratos sino en los efectos que su utilización puede tener en el gobierno de las sociedades a través del ejercicio del derecho del voto. Por esta razón, el análisis de estos contratos se circunscribe al examen de sus elementos esenciales y la función económica que se les atribuye con el fin de detectar cuáles son los componentes relacionados con las acciones que se escinden. En definitiva, se pretende poner de manifiesto cómo el recurso a estos contratos no sólo sirve como método de cobertura, especulación o arbitraje de las acciones sobre las que se referencian, sino que pueden a ser utilizados de manera cualificada, es decir, como técnicas para el ejercicio de una influencia sin riesgo u oculta de carácter cortoplacista en las sociedades emisoras de los activos subyacentes.

II. EL PRÉSTAMO DE VALORES

1. Caracterización

1. 1. Concepto y función económica

El préstamo de valores se define como “la práctica de mercado que implica el traspaso temporal de títulos por parte del prestamista al prestatario o tomador, a cambio de una comisión, estando este último obligado a la devolución de los mismos, bien cuando le sean solicitados o al concluir un plazo de tiempo previamente acordado¹³”. Esta operación aparece ya en los orígenes de la sociedad anónima aunque su consolidación es reciente, toda vez que los títulos en papel ralentizaban las operaciones en bolsa¹⁴. Del

¹³ “A disposal (sale) of securities linked to the subsequent reacquisition of equivalent securities by means of an agreement”, *vid.* FAULKNER, M. C., An introduction to securities lending, Spitalfields Advisors Limited, Londres, 2007, p. 13 (Traducción CIFF/ SANTANDER, *Introducción al préstamo de valores*). En este sentido también, “A stock loan is a transaction under which securities are transferred by one part to another in return for an undertaking to redeliver equivalent securities (the same number of securities of same issue).” *vid.* FIRTH, S., Derivatives law and practice, Sweet & Maxwell, Londres, 2003, p. 19-1.

¹⁴ Se ha considerado que el origen de las ventas en corto se encuentra en la práctica llevada a cabo por los inversores de la Compañía de las Indias (VOC) pues se percataron de que no solo obtenían beneficio con la compra de acciones cuando subía su valor sino también cuando decrecía mediante ventas en corto, esta operación ha sido monitorizada estableciendo restricciones y cargas impositivas desde su origen, *vid.* ANGEL, J., The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling, Journal of Business Ethics

concepto de préstamo podemos destacar como nota característica la transferencia temporal de la propiedad de los valores del prestamista al prestatario. Por este motivo, la doctrina comparada considera que su denominación como préstamo tiende a confundir los requisitos de la operación puesto que se efectúa realmente una transferencia temporal de la propiedad de los valores¹⁵. Como tendremos oportunidad de analizar extensamente¹⁶, como consecuencia de la transferencia de valores, el ejercicio de los derechos anudados a estos valores, como el derecho de voto, puede ser ejercido por el prestatario o tomador. Sin embargo, respecto a la percepción de dividendos, es práctica habitual la entrega de una cantidad equivalente al prestamista. Dadas estas circunstancias, se dice que el prestamista mantiene la propiedad sintética o “*synthetic ownership*”; es decir, el prestamista sigue expuesto al riesgo de mercado pues recupera los valores de la misma clase y cantidad una vez extinguido el préstamo al precio acordado¹⁷, mientras que el prestatario ejerce el voto sin riesgo.

Con respecto a la función económica que cumple el contrato de préstamo de valores difiere en atención a las partes del contrato¹⁸. El tomador o prestatario acude al préstamo para realizar una estrategia de cobertura. Gracias a este contrato se alcanzan operaciones en corto puras o *naked shorting*, es decir, se toman valores en préstamo para venderlos con el objetivo de adquirirlos en un momento posterior para entregárselos al prestamista a un precio inferior beneficiándose de la variación de los precios¹⁹. En este caso, el prestatario ya no tiene los derechos asociados a la acción como el voto y que cuenta con una posición económica negativa²⁰.

(2009) 85:239–249. Mientras que en EEUU, se ha situado en la Guerra de la Independencia, se desarrolla en el siglo XIX pero se consolida en el siglo XX, *vid.* ARNETT, G. W., *Global Securities Markets: Navigating the World's Exchanges and Otc Markets Global Securities Markets*, John Wiley & Sons, New Jersey, p. 117.

¹⁵ Utilizando el término “*misnomer*”, entre otros, FAULKNER, M. C., A., *op. cit.*, DAVIES, P., *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, 2012, p. 492 y DERMOT, T., *Clearing and settlement in Europe*, Bloomsbury Professional, 2012, p. 21.3

¹⁶ *Vid. Supra*. Capítulo 2.

¹⁷ FAULKNER, M. C., A., *op. cit.*, p. 9.

¹⁸ *Vid., in extenso*, FAULKNER, M. C., An introduction..., *op. cit.*, p. 26.

¹⁹ PARTNOY, M y SHAUN, P. M., “Encumbered shares”, *University of Illinois Law Review*, 2005, p. 795.

²⁰ De ahí que si omitimos la operación de *short selling* se abre el camino hacia el voto vacío, así, por todos, HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Southern California Law Review*, 79, 2006, p. 833.

El préstamo de valores también facilita el acceso a los valores, proporciona mayor liquidez en el sistema y aminora el riesgo de incumplimiento de órdenes²¹; por tanto, el préstamo de valores cumple una función clave para que las operaciones lleguen a término²². En igual sentido, los creadores de mercado han utilizado esta técnica para poder hacer frente a las órdenes de compra y venta²³, independiente de que tengan los valores o no²⁴.

Finalmente, como tercera función, el préstamo sirve para la obtención de beneficios o ventajas de la transferencia temporal de valores. Es lo que se conoce como arbitraje que, entre otras posibilidades, puede suponer un arbitraje de precios o *index arbitrage*, en el sentido de aprovechar las diferencias en los precios de un valor determinado que cotiza en varios mercados a distintos precios. El préstamo de valores también favorece la aparición del arbitraje impositivo o *tax arbitrage*, donde el prestamista puede trasladar la carga impositiva que supone la percepción de dividendos al prestatario²⁵. Cabe asimismo el llamado arbitraje de dividendos o *dividend reinvestment plan arbitrage*, en el que los fondos de inversión, en su condición de socios tienen limitada su participación en las sociedades en las que invierten, si se decide la percepción de los dividendos mediante la compra de acciones en dichas sociedades no podrá directamente asumir la participación. Por consiguiente, estos inversores prestan las acciones a un tomador que no está sujeto a restricciones legales en su cartera de inversión con anterioridad a la toma de la decisión sobre cómo percibir los dividendos, éste elige la reinversión del dividendo en acciones para inmediatamente venderlas y los beneficios se comparten con el prestamista²⁶.

Con respecto a la motivación del prestamista, ésta será de tipo económico, es decir, se trata de una forma de obtener una rentabilidad adicional a su inversión en acciones, pues percibirá la cuota o *fee* y la garantía²⁷ que se le pagará por haber prestado los valores a

²¹ Así, PARTNOY, M y SHAUN, P. M., “Encumbered...”, *op. cit.*, p. 795; FIRTH. S., *op. cit.*, p. 19-1.

²² En este sentido, proporciona liquidez para la cobertura de operaciones con opciones u otras operaciones de arbitraje, vid, MARTIN, S., y PARTNOY, F., “Encumbered...” p. 795.

²³ FAULKNER, M. C., *op. cit.*, p. 25.

²⁴ FIRTH. S., *op. cit.*, p. 19-5.

²⁵ FAULKNER, M. C., *op. cit.*, p. 12.

²⁶ FAULKNER, M. C., *op. cit.*, pp. 28 y 29. Asimismo, los derivados *equity* conseguirían un mismo resultado, vid. FIRTH. S., *op. cit.*, p. 19-5.

²⁷ El *colateral* estándar en operaciones de préstamo de acciones de sociedades norteamericanas equivale a un 102% del valor de las acciones, vid. GECZY, C. C, MUSTO, D. K., y REED, A. V., “Stocks are special too: An analysis of the equity lending market”, p. 6, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002,

unos intereses inferiores (*preferential interest rate*)²⁸ a los intereses que supondría un préstamo de dinero; también recibirá una cantidad equivalente a los dividendos u otro tipo de entregas realizadas por la sociedad al prestatario. Por consiguiente, el préstamo supone un ingreso adicional de unos valores²⁹.

1. 2. Régimen legal

El préstamo de valores se regula en el art. 312.2 C. Co. al establecer “en los préstamos de títulos o valores, pagará el deudor devolviendo otros tantos de la misma clase en idénticas condiciones, o sus equivalentes si aquéllos se hubiesen extinguido, salvo pacto en contrario”. Será mercantil aquel préstamo que cumpla las circunstancias enunciadas en el art. 311 C. Co, es decir, que alguno de los contratantes debe ser comerciante y que las cosas prestadas se destinen a actos de comercio. La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV) ha desarrollado el préstamo de valores negociados en un mercado secundario oficial en el art. 36. 7 LMV. Este precepto ha contado con dos redacciones. En la primera, se detallaban los requisitos del préstamo³⁰

241-269 (draft, p. 6); DUFFIE, D., GARLEANU, N., y PEDERSEN, L. H., “Securities lending, shorting, and pricing”, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, p. 313. En cambio, en el caso de valores extranjeros el colateral equivale a un 105%, vid. AGGARWAL, R., SAFFI, P., y STURGESS, J., “The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities Lending Market”, *Georgetown McDonough School of Business Research Paper*, 2012, nº 07, p. 9. Finalmente, se habrá de incrementar un 50% lo aportado cuando el prestamista es un bróker dealer, aunque se prevén excepciones cuando la transacción es entre brókers o bien, mediante la contratación con sucursales off shore de los *dealers* en virtud del *Market Improvement Act* en EEUU (1996), vid. D’AVOLIO, G., “The market for borrowing stock”, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, p. 277.

²⁸ HUDSON, A., *The law and regulation of finance*, Sweet & Maxwell, Thomson Reuters, 2013, p. 1426.

²⁹ FIRTH. S., *op. cit.*, p. 19-6.

³⁰ La inclusión del apartado séptimo del art. 36 por la Ley 37/98, de 16 de noviembre fue fruto de la transposición de la Directiva de Servicios. Su redacción, a efectos de constatar la simplificación del vigente artículo era la siguiente:

Sin perjuicio de otras modalidades de préstamo, el préstamo de valores negociados en un mercado secundario cuya finalidad sea la disposición de los mismos para su enajenación posterior, para ser objeto de préstamo o para servir como garantía en una operación financiera quedará sometido a las prescripciones siguientes:

a) Únicamente será aptos para ser objeto del préstamo aquellos valores que por su frecuencia de negociación y liquidez o por su aptitud para servir de garantía en operaciones de política monetaria, sean designados por el organismo rector del mercado en cuestión.

También podrán ser objeto del préstamo a que se refiere este apartado los valores idénticos a los del emisor que sean objeto de oferta pública de venta o suscripción de valores y quede constancia de la operación en el folleto informativo.

b) Los valores entregados en préstamo deberán pertenecer al prestamista, y hallarse en poder de éste en virtud de operaciones ya liquidadas en la fecha de la perfección del contrato. A tal efecto, bien el prestamista, bien el prestatario, deberá ser una entidad adherida o miembro del organismo correspondiente de compensación y liquidación del mercado en donde se negocia el valor.

c) Los valores prestados y los que se entreguen al vencimiento de la operación deberán estar libres de toda carga o gravamen, careciendo de dicha condición aquellos valores cuyos derechos políticos o económicos estén sometidos a alguna clase de limitación, restricción o suspensión.

mientras que la segunda se caracterizaba por una notable simplificación de la regulación. En la actualidad, el art. 84 TRLMV reproduce la última redacción del 36. 7 LMV. La única diferencia entre los dos preceptos radica en la estructuración del precepto que ahora cuenta con cuatro apartados. El precepto se limita a determinar la finalidad del préstamo, conservando la triple perspectiva del préstamo de su anterior regulación, es decir, se circunscribe el uso del préstamo de valores para su posterior enajenación, como objeto de otro préstamo y, finalmente, para garantizar una operación financiera. Del mismo modo, se mantiene la exigencia de constitución de las garantías pertinentes determinadas por la CNMV (exceptuando, en este caso, a los préstamos resultantes de operaciones de política monetaria y aquellos realizados en función de una oferta pública de valores). En último lugar, se habilita a la CNMV para que, atendiendo a las circunstancias de mercado, fije el volumen de las operaciones o las condiciones de las mismas o el establecimiento de obligaciones específicas de información sobre las operaciones.

2. Naturaleza jurídica del contrato de préstamo de valores

El préstamo de valores se ha categorizado como un préstamo simple³¹. El art. 1740. 1 C. C. distingue entre el préstamo simple y el comodato en el sentido que, a través del comodato, una de las partes entrega a la otra una cosa no fungible para que use de ella por cierto tiempo y se la devuelva; mientras que, en el préstamo simple, se entrega

d) La operación de préstamo será registrada o anotada en la correspondiente cuenta de valores de la entidad encargada de la administración o depósito de los valores y comunicada tanto al organismo rector del mercado como al sistema de compensación y liquidación.

e) El prestamista, salvo pacto en contrario, percibirá los frutos derivados de los derechos económicos inherentes a dichos valores, incluidas las primas de asistencia a Juntas Generales de Accionistas que se devenguen durante el préstamo. De igual modo, le corresponderán los derechos de asignación gratuita y de suscripción preferente de nuevas acciones que nazcan durante la vida del préstamo.

f) El plazo de vencimiento del préstamo no podrá ser superior a un año.

g) El prestatario deberá asegurar la devolución del préstamo mediante la constitución de garantías que determine, en su caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores. A dichas garantías les resultará de aplicación el régimen de prendas de valores previsto en la presente Ley. La regla de exigencia de garantías no resultará aplicable a los préstamos de valores resultantes de operaciones de política monetaria, ni a los que se hagan con ocasión de una oferta pública de venta de valores.

El Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán:

a) Fijar límites al volumen de operaciones de préstamo o a las condiciones de los mismos, atendiendo a circunstancias del mercado.

b) Establecer obligaciones específicas de información sobre las operaciones.

³¹ Con especialidades, en el sentido que los frutos -tales como, dividendos, primas de asistencia, derecho de asignación gratuita y de suscripción preferente- son entregados como compensación al prestamista, *vid.* ZUNZUNEGUI, F., “Novedades en el régimen jurídico del préstamo de valores”, *Revista de la contratación electrónica*, 56, 2005, VLEX-246213, p. 8.

“dinero u otra cosa fungible, con condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad”.

Como se puede apreciar, la distinción entre el comodato y el préstamo simple radica en la naturaleza de la cosa objeto de préstamo, es decir la fungibilidad de la cosa entregada. El préstamo de valores no se corresponde con el comodato pues el prestatario adquiere la propiedad de los valores que son de carácter fungible³² y, por tanto, se aplica subsidiariamente el régimen del contrato de mutuo previsto en los arts.1753 y siguientes del C. C. Por lo que respecta al préstamo de valores admitidos a cotización, se asimila su naturaleza a la del préstamo de valores establecido en el C. Co. debido al carácter fungible de los valores admitidos a negociación³³. El carácter sustitutivo de los valores se aprecia en el art. 18. 2 del RD 878/2015 que establece la fungibilidad de las acciones que pertenezcan a una misma clase o serie. En suma, el préstamo de valores anotados en cuenta se caracteriza por la transmisión del prestamista al prestatario de valores anotados en cuenta a título de propiedad³⁴ y, a cambio, el prestatario habrá de satisfacer la remuneración estipulada³⁵, devolviendo valores determinados por la misma clase, calidad y especie³⁶.

3. Elementos del contrato

3. 1. Personales

El art. 84 TRLMV no establece ninguna exigencia sobre quiénes pueden realizar un préstamo de valores, por lo que se ha de entender que tanto personas físicas como jurídicas pueden ser parte en este tipo de contrato³⁷; si bien es cierto que se necesitará

³² En tanto en cuanto, los títulos no se han individualizado y al haber adquirido la propiedad de los mismos el prestatario, el prestamista no puede reivindicar la devolución de los títulos que entregó, *vid.* GARRIGUES DIAZ-CANABATE, J., *Contratos bancarios*, Silverio Aguirre Torre, Madrid, p. 240.

³³ Al carácter fungible de los valores anotados en cuenta, se le añade también su carácter consumible, en el sentido figurado de que el uso de los valores implica consumo, mediante la enajenación como las cosas físicas al consumirse se destruyen, *vid.* ZUNZUNEGUI, F., “Novedades ...” *op. cit.*, pp. 3-4.

³⁴ CONCEIRO DEL RIO, J., “Préstamo Bilateral de Valores. Examen de su régimen fiscal y su carácter como instrumento de fraude en la reciente actualidad”, *Impuestos*, p. 534.

³⁵ *Ibid.*

³⁶ MEDAÑA NAVARRO, R., “Negocios sobre acciones cotizadas. La compraventa de acciones cotizadas. El préstamo de valores. Derivados” en AAVV, *La Sociedad Cotizada*, p. 533.

³⁷ En la anterior regulación del préstamo de valores en el derogado art. 36. 7 venía exigiendo que una de las partes fuera una entidad adherida o un miembro del organismo correspondiente de compensación y liquidación del mercado en donde se negocia el valor, sin embargo, la doctrina ha entendido que no en todos los casos se exigía dicho requisito personal al admitir el propio artículo la posibilidad de realizar otro tipo de préstamos de valores donde primase la libertad de pactos, por ende, las partes podrían no pertenecer a las categorías anteriores, v. NUÑEZ FERNANDEZ, G., “El préstamo de valores negociables

cierto grado de intermediación por una entidad participante tanto en la fase preliminar de búsqueda de un accionista dispuesto a prestar los valores como para la ejecución del contrato con vistas a proceder a la efectiva transmisión de los valores.

La práctica internacional³⁸ establece cuáles son los rasgos del prestamista. En principio, dicha condición suele recaer en un inversor cuya cartera de inversión se enfoque al largo plazo, y que generalmente no solicitan la devolución de los valores (*recall*) antes de la fecha de vencimiento del préstamo³⁹. En España, las instituciones de inversión colectiva (en adelante IIC) son las prestamistas más comunes. El art. 30 LIIC prevé respecto de las carteras de las ICC que “los valores y otros activos que integren la cartera de las IIC de carácter financiero podrán ser objeto de operaciones de préstamo de valores con los límites y garantías que establezca el Ministro de Economía y Hacienda”.

Por su parte, los interesados en tomar valores en préstamo pueden ser los creadores del mercado que ligan órdenes de compra y venta, aquellos que desean cubrir su posición en un derivado mediante la venta en corto o bien, los *hedge funds* u otros inversores que despliegan una estrategia de cobertura de riesgo⁴⁰ que se puede combinar con la influencia en las sociedades en las que invierten sin riesgo.

Los interesados en tomar valores en préstamo no cuentan con un mercado permanente de préstamo, por lo que en esta práctica existe un alto nivel de opacidad⁴¹. Como excepción se ha creado una plataforma global *Equilend* que sirve como nexo de unión entre algunos prestamistas y prestatarios⁴². En consecuencia, se ha de proceder a la búsqueda de un accionista cuyas características sean óptimas para el préstamo de valores. No obstante, esta tarea se ve facilitada por las labores de intermediación, no sólo los bancos custodios sino también ha surgido la figura de los “*third-party*

en general y su uso en las prácticas de estabilización mediante sobre-adjudicación de las ofertas públicas de acciones”, *RMV*, nº 2, 2008, p. 434.

³⁸ D’AVOLIO, G., “The market...”, *op. cit.*, p. 277.

³⁹ DUFFIE, D., GARLEANU, N., y PEDERSEN, L. H., “Securities lending...”, *op. cit.*, p. 312.

⁴⁰ Así reflejado en los contratos de *return swap* donde se puede modular los incrementos que provocan las *security loan fees*, vid. D’AVOLIO, G., *op. cit.*, p. 277.

⁴¹ COHEN, J., HAUSHALTER, D., y REED, A. V., “Mechanics of the equity lending market” en AAVV., *Securities Finance Handbook*, 2008, p. 757.

⁴² *Equilend* tiene como función es la puesta en práctica de una plataforma global para facilitar las transacciones con valores, incrementado la eficiencia de las operaciones mediante la estandarización, centralización y automatización de operaciones. Entre sus propietarios se encuentran, diversas entidades financieras: BlackRock, Credit Suisse, Goldman Sachs, J.P. Morgan Clearing, J.P. Morgan Chase, Bank of America Merrill Lynch, Morgan Stanley, Northern Trust, State Street and UBS, vid. <http://www.equilend.com/> DUFFIE, D., GARLEANU, N., y PEDERSEN, L. H., *op. cit.*, p. 313.

*agents*⁴³“, que concentran su función en las operaciones de préstamo escindiendo las labores de custodia⁴⁴; por este motivo, una vez acordado el préstamo, precisan de la entrada del banco custodio para la transmisión de los valores al prestatario. La ventaja que ofrecen estos intermediarios es su alto nivel de especialización y, por tanto, la posibilidad de obtener mayores beneficios por las operaciones de préstamos⁴⁵. Al contrario, cuando las labores de intermediación se realizan a título de principal, el intermediario se sitúa en la posición de propietario de las acciones. En esta función han destacado los *brokers* y, en particular, los intermediarios especialistas o *prime brokers*. En este supuesto, asumen el riesgo asociado a los valores, además de ofrecer intermediación crediticia. En cuanto a la propiedad de los valores que prestan, estos valores bien pueden estar en su haber o bien se pueden localizar en su propia cartera de clientes que han convenido prestar sus valores. El recurso a los *primer brokers* suele elegirse por los *hedge funds*, dada la opacidad que rodea a la operación, pues al figurar como prestatario el bróker, consigue ejecutar operaciones de préstamo⁴⁶, que, mediante agencia, no llegarían a buen fin dada la escasa confianza crediticia que reportan los *hedge funds*. Todo ello, a su vez, implica la reducción de los costes derivados de estas operaciones⁴⁷.

En sentido contrario, a las dos vías anteriores, esto es, intermediación en calidad de principal o agente, también sería posible el préstamo de valores personalizado, en el que el prestatario personalmente busca un prestamista y se estipula un contrato mediante el cual se preserva la exclusividad de la transmisión a dicho prestatario.

3. 2. Reales

A) Causa

La causa de los contratos de préstamo de valores se recoge, en parte, en el art. 84 TRLMV al señalar la triple finalidad del préstamo de valores, a saber: en primer lugar, se utiliza para la disposición de los valores para su enajenación posterior, es decir, ventas en corto; en segundo lugar, para ser objeto de préstamo o, en tercer lugar, como

⁴³ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”, *op. cit.*, p. 845.

⁴⁴ FAULKNER, M. C., *op. cit.*, p. 19.

⁴⁵ COHEN, J., HAUSHALTER, D., y REED, A. V., *op. cit.*, p. 758.

⁴⁶ FAULKNER, M. C., *op. cit.*, p. 20.

⁴⁷ Asumen los costes de búsqueda, intermediación crediticia, *clearing* y colateral, vid. D’AVOLIO, G., *op. cit.*, p. 278. Respecto a la confianza, debido a los caracteres de los *hedge funds* no se consideran de caracteres solvente por los riesgos que asumen, así COHEN, J., HAUSHALTER, D., y REED, A. V., *op. cit.*, p. 759.

garantía en una operación financiera. Se infiere, por lo tanto, que la causa del contrato de préstamo es la transmisión de valores para la satisfacción de las finalidades anteriormente expuestas⁴⁸, bien como operación previa a su venta o préstamo, por lo que no se mantendrán en la cartera hasta el final del contrato, bien para la constitución de garantías en los ámbitos de *netting* o de la política monetaria⁴⁹.

Como el precepto reconoce que puede haber “otras modalidades de préstamo”, abre la posibilidad a la realización de préstamos cuya finalidad difiere de las anteriormente apuntadas. Es más, la Orden ECO/764/2004⁵⁰, en su Exposición de Motivos, establece que “al amparo del artículo 1753 del Código Civil se pueden realizar otros préstamos de valores no sujetos a una regulación financiera ni fiscal específica”. Estaríamos, por lo tanto, ante un préstamo bilateral, fuera de mercado u OTC⁵¹ y su régimen se establecería por las partes en virtud del principio de libertad de pactos (art. 1255 C. C.)⁵². Entre otras modalidades se puede señalar el préstamo de valores que tenga por causa la transferencia temporal de títulos para el ejercicio del derecho de voto, eje central de nuestro estudio. A diferencia de las anteriores funciones, que servía de base para una operación posterior, en esta tipología, los valores se mantienen en la cartera del prestatario para el ejercicio del voto. Como es uno de los ejes centrales de nuestro estudio y se analizará posteriormente de forma más amplia, tan sólo aquí nos ceñiremos a examinar la licitud de este tipo de préstamos.

El examen de su validez parte de las dudas que suscitaba la antigua redacción del art. 36. 7 d) LMV pues indicaba que la percepción de los derechos económicos inherentes a los valores los recibía el prestamista salvo pacto contrario. Como quiera que el derecho de voto es ejercido por el prestatario, se había planteado la posible nulidad del préstamo por fraude de ley al contravenir la prohibición de escisión de la acción (art. 90 LSC)⁵³,

⁴⁸ CACHON BLANCO, J. E., “El contrato de préstamo de valores negociables (especialmente, acciones cotizadas en bolsa” en IGLESIAS PRADA, J. L. (Coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Civitas, vol. 3., 1996, p. 3175.

⁴⁹ ZUNZUNEGUI, F., “Novedades ...” *op. cit.*, pp. 16-17.

⁵⁰ Orden ECO/764/2004, de 11 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos de los préstamos de valores a que se refiere el artículo 36.7 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

⁵¹ ZUNZUNEGUI, F., “Novedades ...” *op. cit.*, p. 4

⁵² MEDAÑA NAVARRO, R., *op. cit.*, p. 539.

⁵³ CACHON BLANCO, J. E., *op. cit.*, p. 3175. En particular, era la letra e, del apartado 7 del art. 36 el que daba lugar a la disyuntiva: e) El prestamista, salvo pacto en contrario, percibirá los frutos derivados de los derechos económicos inherentes a dichos valores, incluidas las primas de asistencia a Juntas Generales de Accionistas que se devenguen durante el préstamo. De igual modo, le corresponderán los

pues en vez de un préstamo de mutuo se estaba cediendo el uso del derecho de voto⁵⁴. No obstante, mayoritariamente se ha defendido la validez de este tipo de préstamo porque no se considera una cesión del derecho de voto ya que es un préstamo simple o de mutuo por lo efectivamente se transmite la propiedad de los valores⁵⁵. En efecto, el prestatario se erige como el propietario de los valores en préstamo y, en consecuencia, puede ejercer los derechos asociados a los valores en préstamo, entre ellos, el ejercicio del derecho de voto, el derecho al dividendo o el derecho de suscripción preferente⁵⁶. Lo anterior no obsta para que, en virtud de la libertad de pactos, las partes establezcan en el contrato que el prestamista reciba una cantidad equivalente a los derechos económicos percibidos por el prestatario, a modo de compensación⁵⁷.

B) Objeto

El art. 84. 1 TRLMV circunscribe el préstamo de valores a aquellos valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial⁵⁸. Asimismo, la caracterización del préstamo como de mutuo exige que los valores deban de ser fungibles. Además, el prestamista ha de ser el propietario⁵⁹, que como establece el art. 13 TRLMV se presume la titularidad de los valores de quien aparezca legitimado en los asientos del registro contable.

derechos de asignación gratuita y de suscripción preferente de nuevas acciones que nazcan durante la vida del préstamo.

⁵⁴ CONCHEIRO DEL RIO, J., *op. cit.* p. 429.

⁵⁵ En este sentido, vid. CONCHEIRO DEL RIO, J., “Préstamo Bilateral de Valores...”; GARRIGUES DIAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancario*; MEDAÑA NAVARRO, R., “Negocios sobre acciones...”.

⁵⁶ En EEUU, vid. DUFFIE, D., GARLEANU, N., y PEDERSEN, L. H., “Securities lending...”, *op. cit.*, p. 313; en UK, vid. FAULKNER, M. C., *An introduction...*, *op. cit.*, p. 33.

⁵⁷ MEDAÑA NAVARRO, R., *op. cit.*, p. 537 En la anterior redacción, así se establecía expresamente en el apartado 7 del art. 36 LMV: “El prestamista, salvo pacto en contrario, percibirá los frutos derivados de los derechos económicos inherentes a dichos valores, incluidas las primas de asistencia a Juntas Generales de Accionistas que se devenguen durante el préstamo. De igual modo, le corresponderán los derechos de asignación gratuita y de suscripción preferente de nuevas acciones que nazcan durante la vida del préstamo”. Orden ECO/764/2004, de 11 de marzo, capítulo II, punto sexto, apartado d), al respecto del contenido del registro de la entidad informante se señala que se ha de extender a la remuneración del prestamista incluyendo en su caso las compensaciones económicas atribuidas a dicho prestamista por los derechos económicos inherentes a los valores. En aras de mantener el atractivo del préstamo, de ahí que se asegure legalmente; en este sentido, vid.. CACHON BLANCO, J. E., *op. cit.*, p. 3196.

⁵⁸ Aunque como hace referencia el precepto a la posible existencia de “otras modalidades de préstamo”, se considera que cabría la posibilidad de que fueran sobre valores no admitidos a cotización como las participaciones de una sociedad limitada, vid. MORENA OROÑOZ, J. J., “El préstamo de valores negociables”, *RDM*, 2010, p. 86.

⁵⁹ En la anterior redacción se hacía mención expresa a este respecto, si bien la doctrina lo consideraba redundante dado el carácter fungible de los valores, a excepción de referirse a que los valores estuvieran libres de toda carga o gravamen (*Los valores entregados en préstamo deberán pertenecer al prestamista, y hallarse en poder de éste en virtud de operaciones ya liquidadas en la fecha de perfección del contrato.*), vid. ZUNZUNEGUI, F., “Novedades en el régimen jurídico...”, *op. cit.* p. 14/19, MEDAÑA NAVARRO, R., *op. cit.*, p. 541.

No existen restricciones respecto al número de valores que pueden prestarse, salvo que la CNMV, con la expresa habilitación por el Ministerio de Economía y Hacienda, fije límites al volumen de operaciones de préstamo o a sus condiciones, atendiendo a las circunstancias del mercado⁶⁰. Asimismo, serán los organismos rectores de los mercados secundarios quienes publicarán los valores aptos para ser objeto de préstamo en base a la frecuencia de la negociación y la liquidez⁶¹.

2.3 Formales

El contrato de préstamo de valores no requiere ninguna forma *ad solemnitatem*, si bien suelen formalizarse por escrito, mediante un acuerdo marco, a efectos probatorios y en caso de haberse pactado intereses⁶². En efecto, la formalización de la operación de préstamo de valores se realiza a través de las confirmaciones que se encuentran anexadas a un acuerdo marco global firmado por las partes en la operación⁶³. El acuerdo marco más utilizado es el *Global Master Securities Lending Agreement*⁶⁴ (en adelante, GMSLA) publicado por la *International Securities Lending Association*- (en lo que sigue, ISLA).

En referencia al GMSLA, es necesario partir de la base de que estos acuerdos establecen los términos generales de las relaciones entre las partes, pero no contienen ninguna disposición específica sobre el producto contratado que, en nuestro caso, es el préstamo de valores. Por consiguiente, el carácter de contrato de adhesión de los acuerdo marco de operaciones financieras no se extiende a las operaciones que bajo dicho acuerdo se pacten⁶⁵. En este sentido, los términos de cada préstamo u otro tipo de acuerdo habrán

⁶⁰ Habilitación que fue otorgada mediante Orden ECO/764/2004 de 11 de marzo del Ministerio de Economía en cuyo capítulo tercero se recogía la competencia de la CNMV para el establecimiento de límites al volumen de operaciones con el fin de evitar la distorsión en la cotización de los valores objeto de préstamo o su uso para fines ajenos a su naturaleza y objeto.

⁶¹ En caso de silencio del órgano rector, la doctrina entiende que la CNMV puede establecer cuales valores puede ser objeto de préstamo, vid. ZUNZUNEGUI, F., "Novedades...", *op. cit.*, pp. 14-19.

⁶² A este respecto, el art. 51 C.Co y 1280 C. C. exigen la forma escrita para los préstamos cuya cuantía sea superior a 9 euros, mientras que el art. 314 exige la forma escrita en caso de pacto de interés en el contrato de préstamo, si bien el pago sin encontrar previsto en el contrato no es cobro de lo indebido, vid., 1756 C. Civil. En este sentido, MORENA OROÑOZ, J. J., *op. cit.*, p. 86.

⁶³ RAMIREZ, J. *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, Wiley, 2011, p.26.

⁶⁴ Con anterioridad a su publicación en el 2000, existían una amalgama de contratos- OSLA, GESLA, MEFISLA- que todavía se pueden utilizar, si bien el Securities Lending Code of Guidance recomienda la aplicación del GMSLA, vid. FIRTH. S., *op. cit.*, p.19-2.

⁶⁵ HENDERSON, S. K., *Henderson on derivatives*, Lexis Nexis, Londres, 2010, pp. 1428-1429.

de confirmarse operación por operación⁶⁶. Estas cláusulas particulares se encuentran anexadas al acuerdo marco adoptado; no obstante, las confirmaciones también pueden fijarse oralmente⁶⁷.

En particular, el ámbito de las confirmaciones en el GMSLA se extiende a la fijación de la identidad de las partes, la cantidad y tipo de valores que se van a prestar, la fecha de *settlement*, la cantidad de colateral que ha de darse por el préstamo, y cualquier otro término específico que haya de establecerse⁶⁸.

Respecto a los términos específicos, en el párrafo sexto del GMSLA se determinan los derechos económicos y políticos de las partes en relación con los valores prestados y el colateral. En este sentido, la cláusula 8. 1 GMSLA se refiere al ejercicio del derecho de voto durante la vigencia del préstamo de valores, donde no exige que el prestamista determine el sentido del voto, tan sólo que el prestatario puede emitir el voto libremente salvo acuerdo al respecto por las partes. En el mismo sentido, en aquellos supuestos en que el colateral sean valores, tampoco el prestatario ha de instruir al prestamista en cómo ha de ejercer el derecho de voto⁶⁹. Con respecto a los pagos al prestamista, se señala la entrega de los *manufactured payments* de los valores prestados o su equivalente al dividendo recibido⁷⁰. En sentido contrario, en el caso que el colateral no sea en efectivo, si el prestamista retiene el mismo en la *income record date*, deberá entregar la suma recibida o la equivalente⁷¹. En el caso de que el dividendo se reciba en

⁶⁶ El GMSLA quiere evitar confirmaciones posteriores por una sola parte dando prevalencia al acuerdo adoptado por las partes - Art. 8.3 del GMSLA: “*Any confirmation produced by a Party shall not supersede or prevail over the prior oral, written or electronic communication under which the terms of a loan are agreed*” - entendiendo la doctrina que es necesario para la modificación de una confirmación el acuerdo de ambas partes y no solo de una. FIRTH. S., op. cit., p. 19-26.

⁶⁷ Se recomienda su plasmación por escrito aunque las disputas pueden aflorar son limitadas dada su extinción a requerimiento y las limitadas variables en esta operación, *Ibid.*

⁶⁸ FAULKNER, M. C., An introduction..., op. cit., p. 31.

⁶⁹ 6.6: Where any voting rights fall to be exercised in relation to any Loaned Securities or Collateral, neither Borrower, in the case of Equivalent Securities, nor Lender, in the case of Equivalent Collateral, shall have any obligation to arrange for voting rights of that kind to be exercised in accordance with the instructions of the other Party in relation to the Securities borrowed by it or transferred to it by way of Collateral, as the case may be, unless otherwise agreed between the Parties.

⁷⁰ 6.2 GMSLA: Where the term of a Loan extends over an Income Record Date in respect of any Loaned Securities, Borrower shall, on the date such Income is paid by the issuer, or on such other date as the Parties may from time to time agree, pay or deliver to Lender such sum of money or property as is agreed between the Parties or, failing.

⁷¹ 6.2 GMSLA: Where Non-Cash Collateral is delivered by Borrower to Lender and an Income Record Date in respect of such Non-Cash Collateral occurs before Equivalent Collateral is delivered by Lender to Borrower, Lender shall on the date such Income is paid, or on such other date as the Parties may from time to time agree, pay or deliver to Borrower a sum of money or property as is agreed between the

forma de acciones, se adicionará a los valores prestados o al colateral, y no será devuelto a la parte correspondiente hasta el vencimiento del préstamo. En aquellos supuestos en los que puede elegir entre recibir acciones o efectivo en el contexto del derecho de suscripción preferente o una OPA puede informar bien al prestamista, en el caso de los valores tomados en préstamo o bien al prestatario, en el caso del colateral para que determine la opción que prefiere⁷².

En líneas similares en el *Master Securities Loan Agreement*, en su cláusula número 7⁷³, establece que el prestatario tiene todos los incidentes anudados al derecho de propiedad, incluso el derecho a transferir las acciones tomadas en préstamo, a salvo quedan los pactos en contrario. Expresamente se establece la renuncia del prestamista al derecho de voto o a la emisión de cualquier tipo de consentimiento respecto de las acciones. Al mismo tiempo, el MSLA establece la distinción entre derechos políticos y económicos, al determinar que el prestamista tendrá derecho a recibir todas las distribuciones respecto a las acciones prestadas, como si no se hubiera producido el préstamo de valores⁷⁴.

Parties or, failing such agreement, a sum of money or property equivalent to (and in the same currency as) the type and amount of such Income that would be received by Lender in respect of such Non-Cash Collateral assuming Lender: (a) retained the Non-Cash Collateral on the Income Record Date; and (b) is not entitled to any credit, benefit or other relief in respect of Tax under any Applicable Law.

⁷² 6.7 GMSLA: Where, in respect of any Loaned Securities or any Collateral, any rights relating to conversion, sub-division, consolidation, pre-emption, rights arising under a takeover offer, rights to receive securities or a certificate which may at a future date be exchanged for securities or other rights, including those requiring election by the holder for the time being of such Securities or Collateral, become exercisable prior to the delivery of Equivalent Securities or Equivalent Collateral, then Lender or Borrower, as the case may be, may, within a reasonable time before the latest time for the exercise of the right or option give written notice to the other Party that on delivery of Equivalent Securities or Equivalent Collateral, as the case may be, it wishes to receive Equivalent Securities or Equivalent Collateral in such form as will arise if the right is exercised or, in the case of a right which may be exercised in more than one manner, is exercised as is specified in such written notice.

⁷³ 7 MSLA: Except as set forth in Sections 8.1 and 8.2 and as otherwise agreed by Borrower and Lender, until Loaned Securities are required to be redelivered to Lender upon termination of a Loan hereunder, Borrower shall have all of the incidents of ownership of the Loaned Securities, including the right to transfer the Loaned Securities to others. Lender hereby waives the right to vote, or to provide any consent or to take any similar action with respect to, the Loaned Securities in the event that the record date or deadline for such vote, consent or other action falls during the term of the Loan. 7.2 Except as set forth in Sections 8.3 and 8.4 and as otherwise agreed by Borrower and Lender, if Lender may, pursuant to Section 4.2, Retransfer Collateral, Borrower hereby waives the right to vote, or to provide any consent or take any similar action with respect to, any such Collateral in the event that the record date or deadline for such vote, consent or other action falls during the term of a Loan and such Collateral is not required to be returned to Borrower pursuant to Section 4.5 or Section 9.

⁷⁴ 8.1 MSLA: Lender shall be entitled to receive all Distributions made on or in respect of the Loaned Securities which are not otherwise received by Lender, to the full extent it would be so entitled if the Loaned Securities had not been lent to Borrower.

A diferencia del GMSLA y MSLA, el contrato marco europeo o *Master agreement for financial transactions* no establece ninguna disposición donde se reconozca expresamente el derecho de voto aunque, implícitamente, en el punto segundo se determina que en el préstamo de valores se produce la “transferencia de dichos valores”; Sin embargo, se prevé el traspaso de los dividendos o distribuciones al prestamista en el punto tercero⁷⁵.

En último término, en relación al Contrato Marco de Operaciones Financieras (en adelante, CMOF), éste incluye el préstamo de valores como una de las operaciones objeto del CMOF. En cuanto a los elementos esenciales del contrato, tal como indica el apartado 7.2 CMOF, se determinarán en las confirmaciones, por lo que serán las partes las que fijen el ejercicio de derechos entre las partes en virtud del art. 1255 del Código Civil.

4. Las obligaciones de las partes y el incidente del ejercicio del voto.

4.1. Tomador o prestatario.

La transmisión temporal de los valores del prestamista al prestatario implica el cumplimiento por parte del tomador del interés pactado, como dispone el art. 315 C.Com. El interés equivale al pago de una comisión al prestamista que se calcula mediante la aplicación de una tasa al precio medio ponderado de cotización de los valores prestados⁷⁶ o bien en el momento de devolución de los títulos se adicionarán otros como comisión⁷⁷. Esta cuantía siempre será menor que el precio de las acciones en el mercado porque, en el caso contrario, el prestatario compraría directamente las acciones en el mercado⁷⁸. Cabe añadir que, en virtud de la libertad de pactos, puede acordarse la inclusión, como parte de la remuneración, de los frutos provenientes de los derechos económicos de los valores prestados, tales como son las primas de asistencia a juntas, derecho de suscripción preferente, derechos de asignación gratuita que se

⁷⁵ MASTER AGREEMENT FOR FINANCIAL TRANSACTIONS, *Product annex for securities loans*, 2001.

⁷⁶ Como tendremos ocasión de ampliar, no puede recuperar el voto, motivado por su carácter impráctico. Por consiguiente, el efecto neto de un préstamo en la *record date* es que se pierde el voto pero recibe el colateral y la *fee* que le entregue el prestatario, vid. CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “Vote Trading and Information Aggregation”, *ECGI - Finance Working Paper*, 141, 2007, p. 6; ZUNZUNEGUI, F., “Novedades...”, *op. cit.*, p. 7/19 MEDAÑA NAVARRO, R., *op. cit.*, p. 546.

⁷⁷ MEDAÑA NAVARRO, R., *op. cit.*, p. 546.

⁷⁸ ALASTAIR, H., *The law...*, *op. cit.*, 1426

devenguen durante la duración del préstamo o la percepción de dividendos⁷⁹. De este modo, no se desvirtúa la posición del prestamista pues la no percepción de los derechos de carácter económico haría que el préstamo fuera una onerosidad que haría que no se dieran en préstamo los valores⁸⁰.

Con objeto de asegurar la devolución de los valores, el art. 84. 2 TRLMV obliga al prestatario a la constitución de las garantías suficientes. Aunque la CNMV se encuentra habilitada para la determinación de las garantías acordes al préstamo de valores⁸¹, como no se ha procedido a su concreción, se considera que la garantía se puede determinar por las partes⁸². En la práctica suele exceder el valor de los valores tomados en préstamo en un 2%, en aras de protegerse de las fluctuaciones del mercado a corto plazo, si bien a largo plazo se suelen realizar reajustes en función del precio del mercado⁸³. En cuanto a la forma de la garantía puede ser en efectivo u otros valores⁸⁴ tal como acuerden las partes⁸⁵ y se suele transferir la propiedad del colateral al prestamista⁸⁶. En el caso de que

⁷⁹ A favor, MEDAÑA NAVARRO, R., *op. cit.*, pp. 537 y 546; FAULKNER, M. C., *An introduction...*, p. 13. A este respecto, en la anterior redacción, así se establecía expresamente en el apartado 7 del art. 36 LMV: *El prestamista, salvo pacto en contrario, percibirá los frutos derivados de los derechos económicos inherentes a dichos valores, incluidas las primas de asistencia a Juntas Generales de Accionistas que se devenguen durante el préstamo. De igual modo, le corresponderán los derechos de asignación gratuita y de suscripción preferente de nuevas acciones que nazcan durante la vida del préstamo.* Orden ECO/764/2004, de 11 de marzo, capítulo II, punto sexto, apartado d), al respecto del contenido del registro de la entidad informante se señala que se ha de extender a la remuneración del prestamista incluyendo en su caso las compensaciones económicas atribuidas a dicho prestamista por los derechos económicos inherentes a los valores.

⁸⁰ ZUNZUNEGUI, F., “Novedades...”, *op. cit.*, pp. 7/19 y 8/19

⁸¹ En determinados casos no será necesario la constitución de garantías debido a la solvencia del prestatario, por ejemplo, en el supuesto de préstamo centralizado de valores, no se exige la constitución de garantías a Iberclear, vid. ZUNZUNEGUI, F., “Novedades...”, *op. cit.*, 19/19, tampoco en supuestos de préstamo de operaciones de política monetaria o por oferta pública de venta, Renata Medaña Navarro.

⁸² ZUNZUNEGUI, F., “Novedades...”, *op. cit.*, p. 18/19.

⁸³ Para evitar que el préstamo se encuentre infracolateralizado por la subida del precio de los valores en el mercado o al revés si esta sobre colateralizado el prestamista habrá de devolver el colateral COHEN, J., HAUSHALTER, D., y REED, A. V., *op. cit.*, p. 758.

⁸⁴ FIRTH; 19-10(letters of credit, government bonds, corporate debt securities, valores)

⁸⁵ El *collateral standard* en operaciones de préstamo de acciones de sociedades norteamericanas equivale a un 102% del valor de las acciones, vid. GECZY, C. C, MUSTO, D. K., y REED, A. V., “Stocks are special too: An analysis of the equity lending market”, p. 6, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, 241-269 (draft, p. 6); DUFFIE, D., GARLEANU, N., y PEDERSEN, L. H., “Securities lending, shorting, and pricing”, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, p. 313. En cambio, en el caso de valores extranjeros el *collateral* equivale a un 105%, vid. AGGARWAL, R., SAFFI, P., y STURGESS, J., “The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities Lending Market”, Georgetown McDonough School of Business Research Paper, 2012, nº 07, p. 9. Finalmente, se habrá de incrementar un 50% lo aportado cuando el prestamista es un bróker dealer, aunque se prevén excepciones cuando la transacción es entre brokers o bien, mediante la contratación con sucursales off shore de los dealers en virtud del Market Improvement Act (1996), vid. D’AVOLIO, G., “The market for borrowing stock”, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, p. 277.

⁸⁶ FIRTH, *op. cit.*, 19-1

reinvierta el colateral⁸⁷, generalmente se pacta la devolución al prestatario de parte de esa inversión mediante la *rebate rate*⁸⁸. La cuantía entregada en forma de colateral será devuelta al prestatario, una vez que haya restituido los valores al prestamista, de la calidad y cantidad determinada⁸⁹.

4. 2. Prestamista.

La entrega de valores por el prestamista se suele aplicar la fórmula d+3, que consiste en que el prestamista cumple su obligación siempre que entregue los valores en los tres días posteriores a la transacción y deposite un margen inicial en su bróker de aproximadamente un 50%⁹⁰. Sin embargo, una vez localizados los valores, puede llegar a ejecutarse la operación en el mismo día, actuando el intermediario como prestamista y prestatario para las partes de la operación⁹¹.

La CNMV ha agilizado las operaciones de préstamo de valores al tener Iberclear una función de intermediación en los préstamos bilaterales a través de la Circular 4/2004. En los puntos 2, 3 y 4 se establece el carácter opcional de utilización de los medios proporcionados por Iberclear para facilitar las operaciones de préstamo con nosotros a preservar la simultaneidad o condicionalidad en la entrega de valores y la prestación de garantías. Asimismo, Iberclear también podrá actuar como agente de cálculo en materia de intereses, devolución de garantías y llevar a cabo las liquidaciones pertinentes.

En último término, la transmisión de los valores al prestatario se produce en virtud del art. 11 TRLMV mediante transferencia contable, siendo la inscripción de carácter constitutivo, y su oponibilidad se encuentra supeditada a dicha inscripción. Cabe subrayar que, para la inscripción de una transmisión por préstamo de valores, se siguen

⁸⁷ En el caso de efectivo, puede reinvertirse en activos de mayor riesgo que la operación de préstamo, donde puede suceder que se produzcan pérdidas al elevarse el tipo de interés de mercado. EN el caso de valores, el mayor riesgo es el impago del tomador, por lo que se ve obligado a vender los títulos en garantía para poder adquirir los títulos prestados, pudiendo dar lugar también a pérdidas cuando su precio ha decrecido o bien, las fluctuaciones en el mercado de los títulos prestados y los títulos en garantía no siguen la misma tendencia, , vid. FAULKNER, *op. cit.*, p. 13.

⁸⁸ El prestamista pagará unos intereses diarios por el colateral recibido, $r/360$ multiplicado por el colateral en efectivo. En el supuesto que el interés del rebate sea menor que un interés del mercado, representa un beneficio al prestador frente a otras formas de financiarse, vid. DUFFIE, D., GARLEANU, N., y PEDERSEN, L. H., “Securities lending...”, p. 312.

⁸⁹ HUDSON, A., *The law and regulation...*, *op. cit.*, p.1427.

⁹⁰ La regulación T así lo establece, mientras que NYSE y NASD es mayor o igual a un 30%, vid. COHEN, J., HAUSHALTER, D., y REED, A. V., “Mechanics ...”, *op. cit.*, p. 757.

⁹¹ DUFFIE, D., GARLEANU, N., y PEDERSEN, L. H., “Securities lending...”, *op. cit.*, p. 311.

unas especialidades con respecto al procedimiento ordinario de transmisión por compraventa. El art. 54 del RD 878/2015, de 2 de octubre, desarrolla dichas especialidades tales como son la necesaria acreditación de la transmisión, mediante la presentación del documento del contrato traslativo así como reflejar los consentimientos a dicho contrato. Finalmente, el art. 21. 2 del Reglamento de Iberclear detalla la inscripción por órdenes de transferencia de valores. La Sociedad de Sistemas practicará los cargos y abonos sobre los saldos de las cuentas del Registro Central; mientras que las entidades participantes procederán a llevar a cabo las anotaciones pertinentes en sus Registros de Detalle. Cabe destacar que, el art. 46 del Real Decreto 878/2015 establece, como control adicional, la exigencia a las entidades participantes de contar con un registro interno de préstamos, que deberán conciliar como mínimo trimestralmente o cuando lo solicite la CNMV sobre la vigencia de las operaciones de préstamo, es decir, comprobar “la exactitud del saldo vivo de valores prestados y los tomados en préstamo”.

III. DERIVADOS FINANCIEROS SOBRE VALORES (DERIVADOS EQUITY)

1. Caracterización

1. 1. Una aproximación a la concepción unitaria del derivado como instrumento financiero

Los derivados no cuentan con una definición unitaria legal que determine cuáles son sus caracteres delimitadores. En el ámbito de la Unión Europea, se han equiparado los derivados a una clase de instrumentos financieros. En una primera aproximación regulatoria de los derivados, la Directiva 93/22/CEE⁹² calificó a estos productos como “instrumentos”. El anexo primero los incluía como instrumentos objeto de los servicios de inversión⁹³. Ante la ausencia de una definición precisa sobre los productos derivados,

⁹² La Directiva 93/22/CEE suponía un “instrumento esencial para la realización del mercado interior” en lo que se refiere a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios, en el ámbito de las empresas de inversión. Esta Directiva exigía una autorización del Estado miembro de origen de aquellas empresas que prestasen los servicios de inversión regulados en la Directiva sobre los instrumentos financieros de la Directiva, dicha autorización resultaría única, en base al principio de reconocimiento mutuo. Con esta Directiva se conseguía, de un lado, proteger a los inversores y, de otro, garantizar un funcionamiento correcto de los mercados de valores; así se garantizaba la transparencia de las operaciones y la aplicación de las normas previstas al efecto en la presente Directiva para los mercados regulados, tanto a las empresas de inversión como a las entidades de crédito cuando actúen en el mercado.

⁹³ Cabe destacar el punto tercero del Anexo dedicado a los contratos financieros a plazo- futuros- y los instrumentos equivalentes que requieran pago en efectivo, el punto quinto donde se recogían los contratos de intercambio ligados a acciones o a un índice sobre acciones («*equity swap*») y el punto sexto referente a las opciones destinadas a la compra o venta de cualquiera de los instrumentos que se contemplaban en la Sección B del Anexo.

la doctrina, basándose en la Directiva, estableció una definición de manera negativa, en tanto en cuanto, no serían valores negociables ni tampoco instrumentos del mercado monetario⁹⁴.

Con posterioridad, la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MIFID) derogó la Directiva 93/22/CEE del Consejo. Con la aprobación de la MIFID se implanta un nuevo marco legal común para la integración de los mercados de valores y de derivados⁹⁵. En la sección C del anexo I se define en sentido negativo, es decir, partiendo de la definición de valor se constata que un instrumento financiero derivado no son acciones, ni obligaciones. Respecto a la sección C, resulta una enumeración más detallada de los instrumentos financieros derivados, si bien, en consonancia con la Directiva 93/22/CEE, puesto que alberga en los puntos cuarto al décimo los instrumentos financieros derivados usuales. Así, serán instrumentos financieros derivados las opciones, futuros y *swaps* con independencia del subyacente así como los

⁹⁴ La Directiva no resultaba concreta, pues no otorga ni su concepto ni las categorías de instrumentos financieros derivados, en la misma línea fe su transposición en la LMV, al respecto, vid. DIAZ RUIZ, E., “La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID”, en *RDM*, nº 2, 2008, p. 138.

⁹⁵ La regulación de los valores a nivel comunitario es una de las áreas donde la Unión ha ejercido un poder mayor hacia la consecución de un mercado común. Destaca la aprobación del procedimiento *Lamfalussy* o de cuatro niveles, el primer nivel corresponde a las directivas que establecerán los principios general, en el segundo nivel, la Comisión será la competente para adoptar las normas técnicas, en el tercer nivel o de cooperación donde los Estados miembros y ESMA-en su momento ESC y CESR-, finalmente, el cuarto nivel es dedicado a las medidas de cumplimiento, vid. Financial Services: *Implementing the framework for financial markets: Action Plan* COM (1999) 232, 11 mayo 1999. Entre otros extremos, la MIFID supuso, la ampliación el ámbito de los instrumentos derivados, al incluir las materias primas como activo subyacente o instrumentos de constitución y negociación que difiere de los instrumentos tradicionales. A su vez, proclamaba la necesidad de establecer un régimen regulador general para la ejecución de operaciones sobre instrumentos financieros. Otras modificaciones que se llevaron a cabo por la MIFID respecto a los subtipos de derivados: Posteriormente el punto 6 y 7 se dedica a aquellos derivados cuya subyacente sean materias primas de liquidación en especie sujetos a la MIFID si su negociación se realiza en mercados organizados. El punto octavo se reserva para los derivados de crédito, mientras que el noveno a los contratos por diferencia, y, finalmente, el décimo se incluyen una variedad de contratos sin delimitar su subyacente cuyo encuadre se establece en base a la semejanza con otros instrumentos financieros derivados. Este último punto décimo vendría a aclararse en el año 2006, se aprueba el Reglamento, que alberga por, primera vez la definición de “derivado”, donde la MIFID se denominó instrumento financiero, podemos decir que este sería el nivel 2 de la Directiva. Así en el considerando 21 se indica: (21) Un contrato de derivados debe considerarse instrumento financiero de conformidad con la sección C, punto 7, del anexo I de la Directiva 2004/39/CE únicamente si se refiere a una materia prima y cumple los criterios del presente Reglamento para determinar si debe considerarse que un contrato posee las características de otros instrumentos financieros derivados y no está destinado a fines comerciales. Un contrato de derivados debe considerarse instrumento financiero de conformidad con la sección C, punto 10, de dicho anexo únicamente si se refiere a un subyacente especificado en la sección C, punto 10, o en el presente Reglamento y cumple los criterios del presente Reglamento para determinar si debe considerarse que posee las características de otros instrumentos financieros derivados. Posteriormente el art. 38 y 39 vendría a clarificar los puntos séptimo y décimo anteriormente citados. En definitiva, la conjunción del punto décimo con el art. 39 viene a suponer que un instrumento financiero derivado puede tener como subyacente cualquier tipo de activo, en el sentido de bienes o derechos.

derivados de crédito⁹⁶. Particular importancia revisten los puntos 4 y 5, donde se establece que son instrumentos financieros derivados los contratos de, entre otros, opciones, futuros, *swap* cuyo subyacente sea de carácter financiero como son las acciones de sociedades cotizadas o no financiero pero de eventual liquidación en efectivo. Respecto a su transposición en España, se ha adoptado por un planteamiento similar a la Directiva MIFID al considerar los derivados como instrumentos financieros y procediéndose a su reproducción de manera semejante en los numerales 2 a 8 del art. 2 de la LMV, que se mantiene en el TRMLV.

En el ámbito de la regulación del sistemas financiero, orientado hacia el fomento de la transparencia y reducción del riesgo sistémico que pueden provocar los derivados. En el año 2012, se aprobaba el Reglamento (UE) no 648/2012 del Parlamento europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones⁹⁷ (en adelante, EMIR). De su análisis podemos comprobar que sigue la estructura de la Directiva MIFID, distinguiendo los derivados extrabursátiles pero remitiendo al listado anteriormente mencionado de la MIFID sobre las tipologías. En última instancia, la transposición en el año 2018 de la Directiva 2014/65/UE, en adelante, MIFID 2, mantiene la enumeración de los derivados en el anexo I, sección C, puntos 4 a 10 al igual que en MIFID.

En síntesis, en base al tratamiento comunitario y su transposición a nuestro ordenamiento, no existe una definición legal sobre los instrumento financieros derivados. Cabe destacar como la posición general establece la equivalencia de los instrumentos financieros derivados a contratos; por su parte, en el caso de valores, éstos son derechos. En otros términos, los instrumentos financieros derivados son contratos que carecen del carácter de transmisibles en aquellos supuestos que no se negocien en mercados organizados.

⁹⁶ Cabría la excepción de aquellos derivados de liquidación por entregas de carácter comercial, no de cobertura de riesgos, vid. DIAZ RUIZ, E., “La caracterización de los derivados...”, *op. cit.*, p. 142.

⁹⁷ Diario Oficial de la Unión Europea, L 201, 27 de julio de 2012, ha sido modificado por REGLAMENTO (UE) No 600/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO, pero su transposición está prevista para el uno de enero de 2018.

1. 2. Los rasgos definitorios de los derivados de renta variable o equity.

A) Activo subyacente

Se distinguen dos grandes grupos en función del activo subyacente, ya sea de tipo financiero o de tipo material, también denominados, “*commodities*”⁹⁸.

Cabe indicar tal como nos indica el EMIR qué se entiende por categoría de derivados; en el numeral sexto del artículo segundo se define como un subconjunto de derivados que tienen en común la relación con el activo subyacente, el tipo de activo subyacente y la moneda del valor nominal, si bien los plazos de los derivados de una categoría pueden ser diferentes.

Teniendo presente las particularidades de los contratos de derivados, dentro de esa relativa concepción unitaria como instrumento financiero, con respecto a los derivados de renta variable o *equity*, se podrían definir estos últimos como “aquel instrumento negociable (un título) cuyo valor se deriva del precio de una acción o grupo de acciones (título subyacente)”⁹⁹. Se realiza mediante un contrato, entre dos contrapartes, en virtud del cual, una de ellas recibiría todo o parte de los beneficios que obtendrían si se adquiriese las acciones de un emisor o un grupo de emisores¹⁰⁰.

A la vista de lo expuesto anteriormente, el rasgo distintivo primordial que diferencia los derivados *equity* con respecto al resto de derivados recae en su carácter financiero, en particular su subyacente¹⁰¹.

B) Mercado de negociación del derivado.

Los derivados pueden negociarse en dos tipos de mercado, esto es, el mercado organizado o el mercado bilateral u *over the counter* (en adelante, OTC).

Partiendo del mercado estandarizado, cabe destacar que los productos que se negocian se caracterizan por su gran demanda y liquidez. De esta forma, predominan aquellos

⁹⁸ DIAZ RUIZ, E., “La caracterización de los derivados...”, *op. cit.*, p.146.

⁹⁹ WHATSON, J., *Productos derivados: renta variable*, Euromoney Publications-Santander Financial Products, Londres, 1995, p. 1-2. En el mismo sentido, “*an equity derivative is a financial instrument referencing an underlying equity asset or other variable, from which the financial instrument’s Price or value is derived, entered into the parties for a purpose*”, *vid.* PARKER, E y BROWN, M., *op. cit.*, p. 7.

¹⁰⁰ DOLAN, K., y DUPUY, C., “Equity derivatives: principles and practice”, *Va. Tax Rev*, 15, p. 164.

¹⁰¹ WHATSON, J., *op. cit.*, p. 1-9.

contratos de tipo homogéneo, tales como los futuros y opciones. El carácter instantáneo de las transacciones que se realizan en este tipo de mercados hace que la compra y venta de precios sea muy reñida, reduciéndose, por tanto, la volatilidad con respecto a los mercados OTC, donde la frecuencia en el *trading* es más reducida. Se caracterizan también por la transparencia en los precios de las operaciones. Finalmente, estos mercados se encuentran protegidos de eventuales “*defaults*” o incumplimientos contractuales pues se traslada el riesgo de contrapartida a las entidades de contrapartida central. A este fin, las partes deberán proveer un margen o colateral (depósito) cuando se abre una posición y se mantiene hasta el vencimiento del contrato. A su vez, se liquidan diariamente las pérdidas y ganancias respecto del precio de la sesión por lo que la parte que sufra la pérdida habrá de equilibrar la cuantía del depósito aportado, entregando el beneficio a la contraparte¹⁰². En España, la regulación de los mercados de futuros, opciones y otros instrumentos financieros se encuentra recogida en el Real Decreto 1282/2010. En particular, el mercado español es el Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones MEFF EXCHANGE que se desarrolla a través del Reglamento de 10 de septiembre de 2013. En concreto, los contratos admitidos a negociación se enumeran en las Condiciones Generales del MEFF EXCHANGE, entre los que se encuentran los derivados de renta variable; esto es: de una parte, los futuros y opciones sobre índices y, de otra, los futuros y opciones sobre acciones, así como también los futuros sobre dividendos de acciones.

Tal como referimos anteriormente, los contratos que se adoptan en los mercados OTC destacan por su heterogeneidad y por una mayor flexibilidad en el sentido de que los contratos se amoldan a las necesidades de cobertura o inversión de los clientes permitiendo así negociar el subyacente, su tamaño o la distribución del riesgo. Los mercados OTC satisfacen las necesidades de contrapartes que no se podrían canalizar a través del mercado estandarizado que, tal como tendremos oportunidad de analizar posteriormente, las razones para la contratación de derivados *equity* son muy variadas. Cabe destacar que, en el caso de los derivados de renta variable OTC, la estandarización ha resultado muy débil¹⁰³ y en su mayoría no se verán sometidos a las exigencias de

¹⁰² *In extenso, vid.*, FIRTH, S., *Derivatives law and practice*, Sweet & Maxwell, 2003; COLLINS, B y FABOZZI, F. J., “Listed Equity Options and Futures” en *Handbook of Finance*, pp. 175 y ss, ALCALA DIAZ, M. A., “Organización del Mercado español de futuros y opciones” en AA. VV., *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas-Thomson Reuters, pp. 242 y ss.

¹⁰³ CESR, *Standardisation and Exchange Trading OTC*, CESR/10-610.

compensación y reporte¹⁰⁴. Asimismo, los derivados *equity* se concentran en un mercado regionalizado, con un predominio de las contrataciones en Europa respecto de otras zonas¹⁰⁵. Puede producirse, por tanto, un incremento en el riesgo legal para el *dealer* en tanto en cuanto, en función de la región, puede tener un tratamiento normativo u otro. Por el contrario, se reduce el riesgo del precio ya que el activo subyacente, es decir, las acciones, se negocian en mercados regulados¹⁰⁶. Por estos motivos, el mercado OTC de derivados *equity* resulta predominante¹⁰⁷, por lo que se hará especial hincapié a estos contratos ya que la opacidad favorecerá el despliegue de estrategias de influencia en la junta general.

Se ha de advertir que, en la actualidad, las notas de heterogeneidad y flexibilidad asociadas tradicionalmente a los mercados OTC se han debilitado, por lo que las diferencias entre mercados comienzan a resultar difusas. En efecto, las partes suelen recurrir a contratos marco que tienden a establecer cierto nivel de estandarización entre los contratos, aunque no se impide que las partes definan sus intereses particulares en las confirmaciones a dichos contratos marco¹⁰⁸, motivo por el cual han recibido el calificativo de “negocios estandarizados fuera de mercado”¹⁰⁹.

En último término, cabe destacar que el EMIR introduce una categoría intermedia entre la negociación estandarizada o bilateral que se denominan los derivados OTC estandarizados compensables¹¹⁰. Este nuevo régimen viene regulado por el EMIR que, entre otras medidas, establece la obligación de compensación de determinados derivados extrabursátiles u OTC a través de entidades de contrapartida central y la notificación de los detalles relativos a los contratos de derivados a los registros de operaciones, que se analizarán posteriormente con motivo del examen de la trazabilidad de los contratos de derivados¹¹¹. No obstante se puede adelantar que la compensación

¹⁰⁴ MUÑOZ PÉREZ, A. F., “El mercado de derivados OTC. Iniciativas de reforma”, *RMV*, N° 8, 2011, p. 42.

¹⁰⁵ Así los ISDA se segmentan por zonas o por tipo de *dealer*, *Ibid.*, p. 33.

¹⁰⁶ MUÑOZ PÉREZ, A. F., “El mercado de derivados OTC...”, *op. cit.*, p. 42.

¹⁰⁷ *Ibid.*, p. 33.

¹⁰⁸ FIRTH, S., *op. cit.*, p. 1-16.

¹⁰⁹ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato de instrumentos derivados*, Civitas-Thomson, 2013, p. 63.

¹¹⁰ En este sentido, *vid.* MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity y el gobierno corporativo de las sociedades*, Marcial Pons, 2013, p. 122 y ss.

¹¹¹ *Vid. infra*. Capítulo tercero.

de los derivados equity es muy restringida debido a las características intrínsecas de los mismos y al alto nivel de personalización de los productos¹¹².

C) Instrumento financiero subyacente

Los instrumentos financieros sobre los que se referencian los derivados *equity* son los contratos de opciones, futuros y las permutas (*swap*). La liquidación o terminación de los contratos de derivados se realiza mediante la entrega del activo subyacente o liquidación por entregas (en nuestro caso el subyacente es la acción, el índice o conjunto de acciones o índices)¹¹³, o bien, se liquidan por diferencias, mediante el pago de una cantidad en función de la fórmula estipulada en el contrato¹¹⁴.

La opción es un contrato en virtud de cual el concedente otorga al adquirente el derecho al ejercicio de la opción de compra (*call*) o venta (*put*) del subyacente en una fecha futura¹¹⁵. Una *call* da derecho a su adquirente a la compra del activo subyacente en una fecha futura, mientras que una *put* da derecho a la venta del activo subyacente. En definitiva, las opciones facultan al comprador por alcanzar una posición, larga o corta, en relación con el activo subyacente con una exposición al riesgo limitada¹¹⁶.

En cuanto al contrato de futuros (en mercados estandarizados) o *forwards* (en mercados OTC) se caracterizan por la compra venta de un activo subyacente en una fecha futura, sin entrar en el procedimiento ordinario de adquisición del activo subyacente. Por consiguiente, si el valor de las acciones es superior al *forward* en la fecha de vencimiento o *settlement date*, el comprador habrá obtenido beneficios y en cambio, el vendedor habrá soportado las pérdidas. Aquellos contratos de futuros o *forwards* cuyo activo subyacente sean acciones siendo su finalidad, por tanto, modular el riesgo de mercado o precio de cotización de los valores.

¹¹² ISDA, *Central Clearing in the Equity Derivatives Market*, pp. 20-21, 2014.

¹¹³ PARKER, E y BROWN, M., “Overview ...”, *op. cit.*, p. 14.

¹¹⁴ HUDSON, A., *The law on financial derivatives*, Sweet & Maxwell/Thomson Reuters, 2012, p. 44.

¹¹⁵ Considerada como el origen del resto de instrumentos desde el punto de vista de la teoría financiera, *vid.* HUDSON, A. *The Law...*, *op. cit.*, p. 43. La opción también se nombra como “*plain vanilla*” o “*standard option*” para diferenciarla de las opciones exóticas, *vid.* PARKER, E y BROWN, M., “Overview ...”, p.51 o, en RAMIREZ, J., *op. cit.*, p. 30.

¹¹⁶ Mientras que los futuros o *swap* no existe la facultad sino la obligación de ejecutar la operación, *vid.* HUDSON, A. *The Law...*, p. 43; RAMIREZ, J., *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, Wiley, 2011, p. 30.

Los *swaps* son un tipo de contrato OTC mediante el cual las partes acuerdan el intercambio de flujos de efectivo en una fecha futura. Si el activo subyacente son acciones, una cesta de acciones o índices, el objeto del contrato es el intercambio del rendimiento de la acción o un índice por una tasa de interés fija o variable¹¹⁷. Los *swap* se han convertido en una técnica de refinanciación de obligaciones, así como un mecanismo adecuado para tomar posiciones especulativas complejas cortas o largas a lo largo de los mercados¹¹⁸. Añadir, no obstante, que no solo se utilizan para la especulación o cobertura, sino que suponen una vía para replicar una posición en las acciones de una sociedad en particular sin incurrir en los costes de transacción que se aplicarían si se comprasen las acciones; al tiempo que sirve para eludir el cumplimiento de normas, tales como de naturaleza impositiva o aquellas relativas a la propiedad de las acciones en una sociedad, tales como la notificación relativa a las participaciones significativas¹¹⁹.

En suma, los tres contratos de derivados se encuentran interrelacionados desde el punto de vista conceptual. El predominio de las opciones, sobre las otras clases, viene motivado por su consideración como contrato básico de derivados financieros del cual derivan los otros dos tipos, a saber, los futuros y los *swap*. De este modo, un *swap* equivale a una serie de *forwards* para pagar o recibir una cantidad de dinero en un momento determinado en función del movimiento de la tasa de interés elegida; mientras que un *forward* se considera que equivale a dos contratos de opciones¹²⁰.

No obstante, desde la óptica contractual, los derivados *equity* presentan divergencias con respecto a la obligación de ejecutar el derivado. Por este motivo, cobra relevancia, a la hora de la elección de uno u otro instrumento, entender los riesgos que entrañan en función de la posición larga o corta que se adopte en el contrato¹²¹. En efecto, en un contrato de futuros, la parte compradora se ve obligada al pago del activo subyacente,

¹¹⁷ HULL, J.C., *Introducción a los mercados de futuros y opciones*, Pearson-Prentice Hall, 2009, pp. 179-180.

¹¹⁸ RAMIREZ, J., *op.cit.*, p. 6.

¹¹⁹ PARKER, E y BROWN, M., “Overview ...”, p. 17.

¹²⁰ En teoría financiera se considera que el *forward* es parecido a la opción, se la considera como dos opciones sintéticas, ya que el comprador de un *forward* tiene el derecho a comprar o vender a un precio determinado en el futuro, que sería como tener una opción de compra y una opción de venta y para el vendedor sería el supuesto contrario; mientras que un *swap* se estructura como una serie de *forwards*, *vid.* HUDSON, A. *The Law...*, pp. 43, 56.

¹²¹ *Ibid.*, p. 57

aún en el supuesto que el futuro no se encuentre “*in-the-money*”. En cambio, ejercer la opción, es decir, adquirir el activo subyacente en un contrato de opción, es un derecho que se realizará únicamente en aquellos supuestos que la opción resulte *in the money*¹²². Por ello, el riesgo que asume el beneficiario es mayor en los futuros que en las opciones, ya que cuando un especulador utiliza futuros tanto la pérdida como la ganancia es extensa; sin embargo, en relación con las opciones, la pérdida del especulador vendrá limitada a la cuantía pagada (*premium*) por las opciones, puesto que quien adquiere una opción no se ve obligado a ejercerla como sucede en los futuros¹²³. Finalmente, en el supuesto de contraponer los caracteres de un contrato de *swap* respecto al resto de contratos de derivados destacan varias particularidades. A modo de ejemplo, se diferencia del contrato de futuros¹²⁴ en que, en este último, el intercambio de flujos de efectivo se produce en una única fecha. Por el contrario, en los *swap* las entregas se producen en varias fechas¹²⁵. Cabe añadir que la diferencia con respecto a las opciones es que en éstas solo una de las partes se ve afectada por las fluctuaciones del subyacente, mientras que en un *equity swap*, ambas partes están sometidas a las fluctuaciones del subyacente y referencial pactado¹²⁶.

2. Naturaleza jurídica de los contratos o instrumentos financieros subyacentes

2. 1. Opción

El contrato de opción es un contrato atípico, de carácter preparatorio¹²⁷, en virtud del cual al beneficiario de la opción se le otorga la *facultas decidendi* sobre la posibilidad de realizar una operación en firme¹²⁸. La naturaleza jurídica de este tipo de contrato se desdobra en función de la forma de ejecución de la operación en firme, es decir, liquidación mediante entrega o por diferencias.

¹²² Como posteriormente se analizará, las opciones o futuros, respecto a la parta larga se encuentran “*in the money*” cuando el valor de la acción se encuentra por encima del derivado, mientras que en una posición corta, es al revés cuando el valor de la acción se encuentra por debajo del derivado.

¹²³ Se ha considerado que las opciones son una suerte de “*one side forward contract*”, ya que el adquirente de una opción solo puede ganar, en este sentido, *vid.* BOSSU, S., *Introduction to Equity Derivatives: Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Ltd., 2012, p 74.

¹²⁴ BRADDOCK, J. C., *Derivatives demystified: structured financial products*, Wiley, 1997; DAS, S., *op. cit.*, p.3153.

¹²⁵ HULL, J.C., *op. cit.*, p. 153.

¹²⁶ FIRTH, S., *op. cit.*, p. 15-5.

¹²⁷ DIAZ RUIZ, E., *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAS) y futuros financieros sobre intereses*, Civitas, 1993, p. 90.

¹²⁸ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *op. cit.*, p. 120.

En el contrato de opción cuya liquidación se realiza mediante la compra o venta del subyacente, podemos destacar dos perspectivas doctrinales predominantes¹²⁹. De una parte, la tradicional¹³⁰, que ha asimilado el contrato de opción a un precontrato¹³¹. En concreto, se equipararía a un supuesto de promesa unilateral de vender o comprar¹³² cuyo régimen específico, referido a la compraventa, es la promesa de contrato que se encuentra regulada en el art. 1451 del Código Civil. Si aplicamos el citado régimen al contrato de opción, estaríamos ante el derecho del adquirente de la opción a decidir sobre la eventual formalización del contrato definitivo. Por lo tanto, llegada la fecha de ejercicio de la opción, si procede su ejercicio, se llevará a cabo el contrato de compra o venta de acciones. Por este motivo, se ha considerado que el contrato de opción presenta una estructura compleja de carácter sucesivo, donde la materialización del contrato de compra venta viene postergada al momento en el que el beneficiario decide ejercitar la opción¹³³.

De otra parte, destacan aquellos que reconocen la autonomía del contrato de opción respecto del negocio subyacente¹³⁴, en virtud del principio de autonomía de las partes y de libertad de pactos¹³⁵. Afirman la naturaleza recíproca de los contratos de opción, ya que la concesión del derecho de opción, está supeditado a que pague la prima el

¹²⁹ Asimismo, destacan, otras dos, pero de menor calado, asimilan el derecho de opción a una oferta o promesa unilateral anudado al contrato de compraventa, resultando incongruente cuando la opción es un contrato bilateral mientras que la oferta de venta es unilateral, vid. 1262 Código Civil. En segundo lugar, sería la inclusión de la cláusula de opción en un contrato de compraventa que provocaría que hasta su ejecución no nacería el contrato, donde el contrato de compraventa tendría varias fases, donde el consentimiento se produciría de manera sucesiva cuando en el contrato hubiere dicha cláusula de opción; *vid. in extenso*, SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros*, Marcial Pons, 2000, p. 411-418.

¹³⁰ DE CASTRO Y BRAVO, “La promesa de contrato (algunas notas para su estudio)”, *anuario de Derecho Civil*, 1950, p. 1148-1149, DIEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil patrimonial*, T. 1, Madrid, 1993, p. 321.

¹³¹ Habiendo accedido al Registro como contrato preparatorio (art. 14 Reglamento Hipotecario), *vid.* MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados de futuros y opciones*, Tecnos, 1994, p.84.

¹³² No es unánime la bilateralidad del contrato, BOSSU, S., *op. cit.*, p. 56, considera que es un contrato unilateral, ya que el que ha adquirido la opción solo la ejercerá cuando resulte beneficiado con el ejercicio. Entre nosotros, DIEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Ed. Cívitas, Tomo I, Madrid, pp. 345-346. SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros*, MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity*.

¹³³ SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros*, *op. cit.*, p. 413, sin embargo, viene limitado en MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, *op. cit.*, p. 84.

¹³⁴ Así, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p.80, MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, *op. cit.*, DIAZ RUIZ, E., “Las opciones financieras OTC”, en ALONSO LEDESMA, C., y ALONSO UREBA, A (Dir.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013, p. 396.

¹³⁵ DIAZ RUIZ, E., “Las opciones...”, *op. cit.*, p. 392.

beneficiario¹³⁶. En efecto, defienden el carácter sinalagmático de este tipo de contratos, que se manifiesta como la bilateralidad en el contrato de opción y el sinalagma subyacente¹³⁷, que se produciría una vez ejerza su derecho el optante mediante la entrega del activo o del precio¹³⁸. La realización de la operación en firme implica celebrar un segundo contrato sobre el activo subyacente, cuyo objeto resulta abierto aunque, no obstante, es mayoritario el recurso al contrato de compraventa¹³⁹; en nuestro caso, la compra o venta de acciones. En definitiva, el contrato o acuerdo de opción es independiente del contrato de compraventa subyacente¹⁴⁰, generando una nueva declaración de voluntades entre el concedente y el beneficiario sobre el nuevo contrato de compraventa¹⁴¹. Asimismo, la autonomía del contrato de opción se refleja también en el carácter transmisible del derecho de opción¹⁴².

Con respecto al contrato de opción liquidado por diferencias, no es sino un negocio diferencial. Se circunscribe a un derecho de crédito por parte del comprador de la opción sobre la diferencia entre el precio de ejercicio pactado y el precio de mercado de esa misma cantidad contratada en la fecha del ejercicio de la opción¹⁴³, mientras que otros lo categorizan como una compraventa de derechos¹⁴⁴.

2. 2. Futuro o forward

En aquellos contratos de futuros cuya liquidación sea por entregas se han considerado, tanto por parte la jurisprudencia¹⁴⁵ como de la doctrina¹⁴⁶, como un contrato de compraventa de cumplimiento aplazado, resultando aplicable lo dispuesto en el art. 1445 C. Civil. En este sentido, mediante el contrato de futuros se acuerda el activo subyacente, el precio y la fecha futura en la que se realizará la operación¹⁴⁷. Esta

¹³⁶ Entre otros, *vid.*, DIAZ RUIZ, “Las opciones...”, *op. cit.*, p. 396, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p. 80-81; MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, *op. cit.*, p. 85; PARKER, E y BROWN, M., “Overview ...”, *op. cit.*, p. 13.

¹³⁷ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, *Opciones normalizadas*, Dykinson, 1999, pp. 179-182.

¹³⁸ DIAZ RUIZ, E., “Las opciones...”, *op. cit.*, p. 396.

¹³⁹ *Ibid*, p.391

¹⁴⁰ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p.122.

¹⁴¹ DIAZ RUIZ, E., “Las opciones...”, *op. cit.*, p.392.

¹⁴² IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p. 81.

¹⁴³ SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros* 419.

¹⁴⁴ DIAZ RUIZ, E., *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAS)...*, *op. cit.*, p. 81.

¹⁴⁵ STS 26 de noviembre 1897.

¹⁴⁶ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, p. 78.

¹⁴⁷ LOPEZ RODRIGUEZ, F., *Curso práctico de opciones y futuros.*, 2002, p. 15.

posición se diferencia de otro sector doctrinal¹⁴⁸ que defiende la equiparación de los contratos de futuros al contrato a plazo debido el carácter esencial del término. De manera que resultaría aplicable el art. 1450 C. Civil, ya que el diferimiento en la ejecución es total pues se estipula una cantidad de activo subyacente a un precio determinado en una fecha futura, protegiendo así a las partes de las fluctuaciones en el precio de subyacente¹⁴⁹; por el contrario, en las compraventas a plazo únicamente se pospone el pago del precio prefijado¹⁵⁰. También se ha querido ver al contrato de futuros como una compraventa con precio determinable, subsumible en los arts. 1448 y 1450 C. C.; sin embargo, la aleatoriedad en este tipo de contratos hace que desaparezcan las posibles analogías. Es más, la reciprocidad de las partes en una compraventa desaparece en el contrato de futuros por la esencialidad del término. En efecto, una vez llegada la fecha de terminación del contrato se observa el desequilibrio entre las partes, donde una de ellas obtiene un activo o cantidad a costa de la otra parte¹⁵¹.

En el caso de los contratos liquidados por diferencias, estaríamos ante un contrato aleatorio (1790 C. Civil), siendo su objeto la entrega de las diferencias entre el precio del futuro el valor del subyacente al vencimiento¹⁵².

2. 3. Swap

El contrato de *swap* ha sido categorizado de manera unánime como un contrato “principal, atípico, mercantil, consensual, sinalagmático, oneroso, conmutativo¹⁵³ y de duración continuada¹⁵⁴”. Sin embargo, este consenso no lo es tanto con respecto a la determinación de la causa o función económica de este tipo de contratos.

Atendiendo a un criterio subjetivo, algunos autores han incluido los contratos de *swap* en la categoría de contrato bancario o parabancario; sin embargo, dicha atribución no

¹⁴⁸ GÓMEZ GÁLLIGO, J., “Los contratos a plazo en mercados OTC: su naturaleza y régimen jurídico”, en ALONSO LEDESMA, C., y ALONSO UREBA, A (Dir.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013, p. 381.

¹⁴⁹ SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros*, p. 351.

¹⁵⁰ *Ibid.*, p. 382.

¹⁵¹ GÓMEZ GÁLLIGO, J., *op. cit.*, p. 383, cit. OLIVENCIA RUIZ, O. *Escritos jurídicos*, Fundación El moneto, 2005, p. 148.

¹⁵² IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p. 79.

¹⁵³ En contra, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p. 82, que defiende que aquellos *swap* que se liquiden por diferencias se habrían de encuadrar como contratos aleatorios ya que su objeto es la liquidación de los créditos entre las partes en las sucesivas fechas estipuladas.

¹⁵⁴ VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera*, Aranzadi, 2002, p.79.

sucede en todos los supuestos, ya que ambas partes del contrato pueden ser particulares. Es más, la entidad financiera no llega a ser parte o usuario final en el contrato, sino más bien, su participación se produciría desde la óptica de la intermediación financiera como *dealers* o *markets makers*¹⁵⁵.

Desde una perspectiva objetiva, dado el intercambio de obligaciones entre las partes sobre el precio del activo subyacente, el contrato de *swap* se asemejaría al contrato de cambio. Asimilación que no supone identidad porque no se produce un intercambio de prestaciones desde el punto de vista jurídico. En efecto, en el contrato de permuta, tal como establece el art. 1538 C. Civil, una parte entrega una cosa para recibir otra cosa diferente de la otra parte.

En aras de su encaje sería preciso, con vistas a que en el concepto pudiéramos incluir los activos financieros, realizar una interpretación amplia y permitir entender incluida tanto bienes y derechos inmateriales. En efecto, en los contratos de *swap* se comprometen las partes al intercambio recíproco de obligaciones o de valores, es decir, obligaciones recíprocas de pago de carácter dinerario, resultado del sumatorio final de las deudas de valores asumidas. Esta circunstancia los alejan de la naturaleza de los contratos de cambio desde una perspectiva estricta; las diferencias se acentúan en aquellos contratos cuya motivación es de tipo especulativo¹⁵⁶.

Otros autores han visto en el *swap* las notas de un contrato de financiación. De nuevo dicho carácter encajaría desde el punto de vista económico, como vía para el diseño de la estructura financiera como cobertura de riesgos. Sin embargo, vuelve a chocar desde la perspectiva jurídica dado que en el *swap* falta la relación entre las cantidades obtenidas y la finalidad del contrato. Asimismo, la simetría de las partes en el contrato también chocaría con el contrato de financiación¹⁵⁷.

En suma, en atención a las distinciones expuestas, el contrato de *swap* obedece, en algunos casos, a una naturaleza jurídica cercana al contrato de colaboración financiera ya que la motivación de las partes atiende a fines económicos. El carácter colaborativo

¹⁵⁵ *Ibid.*, pp.79-80.

¹⁵⁶ Contrarios a la equivalencia entre *swap* y permuta, vid. MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados...*, *op. cit.*, nota a pie nº 267, p. 112; VEGA VEGA, J.A., *op. cit.*, p. 81.

¹⁵⁷ VEGA VEGA, J.A., *op. cit.*, pp. 81-82.

se manifiesta en la voluntad expresada por las partes, que generalmente son empresas que recurren a estos contratos como vía de cobertura de riesgos mutuos. No obstante, se ha de considerar que estamos ante un contrato de naturaleza *sui generis*, atípico, donde las clases de *swap* supondrían variedades de un mismo contrato cuyas partes pueden ser entidades financieras o no¹⁵⁸.

3. Elementos del contrato.

3. 1. Personales

En términos generales, las partes en un contrato de derivados *equity* OTC se identifican con los usuarios finales (contrapartes). No existe un denominador común en el tipo de usuario final, resultando una amplia variedad de sujetos que desean llevar a cabo un contrato de derivados: desde entidades financieras, fondos, sociedades a entidades públicas. Cabría distinguir a las partes en función de la motivación anudada al contrato; es decir, diferenciando aquellos que contraen derivados como técnica de cobertura de riesgo (*hedgers*), especulativa o bien, arbitrajista, tal y como posteriormente se precisará. En concreto, se ha de buscar una contraparte cuya motivación sea opuesta simétricamente a la otra, como por ejemplo, cuando una contraparte busca la cobertura y otra la especulación¹⁵⁹.

Dado que en la mayoría de ocasiones intervienen entidades financieras, el contrato tiene carácter bancario y, por ende, mercantil. En el resto de supuestos también admisibles, por ejemplo, entre empresas o hasta entre personas físicas, nos situaríamos ante contratos atípicos. Dada la semejanza de este tipo de contratos con las disposiciones patrimoniales y el riesgo que implican, anudado al carácter aleatorio del mismo, determina su falta de encuadre en actos de mera administración; por ello, habrán de intervenir los representantes legales de menores o incapacitados y, para la disposición de valores, se necesitará autorización de éstos, tal como dispone el art. 166 y 271 C. Civil¹⁶⁰. No obstante, en la práctica resultará poco habitual la formalización de contratos entre personas físicas, dado que no se podrían acoger al sistema de garantías financieras establecido en el Real Decreto Ley 5/2005, donde ambas tienen que ser personas

¹⁵⁸ Ibid., p. 82-83.

¹⁵⁹ Ibid., p. 105.

¹⁶⁰ GÓMEZ GÁLLIGO, J., *op. cit.*, pp. 372-373.

jurídicas y una de ellas ha de encontrarse incluida en las entidades enumeradas en el art. 1¹⁶¹.

Sin embargo, puede producirse un alto nivel de intermediación mediante la aparición de una posición mediadora, bien como intermediario financiero o como agente mediador¹⁶². En primer lugar, optando por una posición mediadora, realizada por los *brokers*¹⁶³, cuyo objeto es la búsqueda de partes con motivaciones opuestas. La comisión sería la segunda forma de intermediación disponible, bien, contratando en nombre propio bien, en el de su principal¹⁶⁴. Generalmente, se adoptará la forma de un contrato de comisión de garantía donde la entidad comisionista mediante un sobreprecio, responde del eventual incumplimiento de su cliente contraparte¹⁶⁵. La formalización de un contrato entre el intermediario y la futura contraparte, en el supuesto que el intermediario contrate en nombre propio, puede suponer que la contraparte desconozca la identidad de la verdadera contraparte o contraparte última¹⁶⁶. Un tercer nivel correspondería a aquellos supuestos donde el intermediario es contraparte del contrato de derivados, denominándose *market-makers*, donde el intermediario crea mercado al posicionarse como contraparte en un contrato de derivados. Con posterioridad, una vez encontrada una contraparte interesada, puede ceder su posición en el contrato¹⁶⁷.

Finalmente, además de en los mercados estandarizados, el EMIR sitúa a la entidad de contrapartida central como parte del contrato dadas las exigencias de compensación y liquidación de los derivados OTC compensables¹⁶⁸. Cada reglamento del mercado de

¹⁶¹ Así advierte, DIAZ RUIZ, E., “Las opciones financieras OTC”, *op. cit.*, p. 402 relegando aquellos derivados no financieros como materias primas donde las contrapartes generalmente no serán de carácter financiero, también, con anterioridad, *vid.* DIAZ RUIZ, E., “La caracterización de los derivados...”, *op. cit.*, p.142.

¹⁶² VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera*, p. 105

¹⁶³ *Ibid.* p. 106 En cuanto a la extensión de las competencias del *prime broker* y *hedge funds*, *vid.* PALA LAGUNA, R., *Los hedge funds y sus sociedades gestoras*, Monografías RMV (La Ley), pp. 225 y ss.

¹⁶⁴ Se admite que el comisionista sea de las dos partes y así pueda casar posiciones; sin embargo, no resulta posible la auto entrada del comisionista como contraparte en un contrato de derivados, en base al art. 267 del Código de Comercio, salvo autorización del comitente, *cfr.* VEGA VEGA, J.A., *op. cit.*, p. 107.

¹⁶⁵ Se admite la comisión de garantía de una sola de las partes, no de ambas contrapartes, *Ibid.* p. 107.

¹⁶⁶ *Vid. infra.*, capítulo 3.

¹⁶⁷ VEGA VEGA, J.A., *op. cit.*, p. 108.

¹⁶⁸ *Vid. infra.* Capítulo 3º.

derivados habrá de establecer la forma de interposición de la entidad de contrapartida central entre los contratantes¹⁶⁹.

3. 2. Reales.

A) Causa

La causa de los contratos de derivados financieros es la gestión de la volatilidad en el precio de un instrumento financiero (en nuestro caso, acciones) ya que, vigente el contrato el riesgo anudado al subyacente o deuda de valor se transfiere de una parte a la otra de un contrato de derivados *equity*. En otros términos, la causa anudada a los contratos de derivados financieros es la redistribución del riesgo de un instrumento financiero¹⁷⁰. La doctrina no se muestra unánime ante el carácter aleatorio o conmutativo de la causa, ya que aquellos que defienden la aleatoriedad en este tipo de contratos lo enfocan hacia la imposibilidad de predecir cuál va a ser el precio del subyacente en la fecha determinada en el contrato¹⁷¹ aunque no se llegaría a encuadrar en un contrato de juego o apuesta¹⁷². Por el contrario, otro sector doctrinal apunta a que el alea no repercute en la causa del contrato, ya que se conoce el suceso y la fecha en la que va a ocurrir, inclinándose por ello hacia el carácter conmutativo¹⁷³.

Cabría mencionar, debido a su intrínseca conexión con la causa del contrato, la motivación que lleva a las partes a contraer derivados *equity*. Los derivados en general han sido utilizados mayoritariamente con dos propósitos opuestos en función de la estrategia del inversor¹⁷⁴. Esto es, la estrategia de cobertura y la estrategia de especulación si bien, como se analizará a continuación, los derivados *equity* pueden satisfacer un amplio espectro de necesidades inversoras. Por este motivo, la industria ha considerado a los derivados *equity* como un mercado adaptable a una variedad de

¹⁶⁹ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, p. 83 y ss.

¹⁷⁰ Vid. SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros*, pp. 220-221, VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera*, p. 112.

¹⁷¹ GÓMEZ GÁLLIGO, J., “Los contratos a plazo en mercados OTC...”, p. 375-376

¹⁷² SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros*, p. 303 dado el análisis económico y financiero que se practica para la estimación del precio.

¹⁷³ DIAZ RUIZ, E., “Las opciones...”, *op. cit.*, p. 396 2013 y SJ Palmas 9 mayo 2011,

¹⁷⁴ En cuanto a los factores que definen la estrategia cabe destacar: generación de efectivo, evasión o efectuar un evento impositivo, minimización impacto del precio de las acciones, el precio de la acción en el futuro, mantenimiento del control de voto, *signalling impact in disclosable transactions*, gestión del impacto contable, mantenimiento de la flexibilidad estructural, vid. LEMAN BROTHERS, *op. cit.*, p. 38

contrapartes que no encajaría con las exigencias de los mercados estandarizados u OTC estandarizables¹⁷⁵.

En primer lugar, la estrategia de cobertura o *hedging* consigue reducir el riesgo que arroja una obligación contraída con anterioridad o el riesgo que se percibe en el movimiento de los componentes de una estrategia de inversión al servir como cobertura¹⁷⁶. Es decir, equilibran las pérdidas de la inversión al adquirir un activo que incrementará su valor si, por ejemplo, los intereses bajan¹⁷⁷. Por este motivo, facilitan la consecución de operaciones al reducir los costes, por ejemplo, en un contrato de préstamo anudado a un derivado se conseguiría controlar el interés variable de aquél. Asimismo, reducen los riesgos inherentes a las carteras de inversión estratégica¹⁷⁸ ya que donde la inversión produce pérdidas, los derivados pueden sustituirlas con beneficios habida cuenta del control de las fluctuaciones de la inversión¹⁷⁹. En particular, en el caso de acciones, por diverso motivos, de tipo regulatorio u estratégico, el inversor quiere mantener su posición en la sociedad, a pesar de que las condiciones fueran oportunas para la venta de las acciones¹⁸⁰. Este tipo de estrategia le permite protegerse de la fluctuación del precio de las acciones, entre otras técnicas, mediante la compra de opciones *put* o vendiendo opciones *call* aunque también el recurso a “*zero premium equity collars*”¹⁸¹. Así, a pesar de que el accionista elimina la exposición a las variaciones del precio de la acción, mantiene el derecho de voto y el derecho al dividendo¹⁸².

La cara opuesta a la cobertura del riesgo es la especulación. Los derivados ayudan a especular sobre las fluctuaciones del precio del subyacente en los mercados financieros sin tener que participar el inversor directamente en los mercados, ya que el derivado replica el precio del activo subyacente sin necesidad de adquirir físicamente el activo. En este sentido, llevar a cabo una operación de derivados de entrega por diferencias con un participante en el mercado le permite obtener el mismo rendimiento en una acción sin adquirirla en ningún momento, ya que lo que se ha de pagar se calcula en base a un

¹⁷⁵ ISDA, *Central Clearing in the Equity Derivatives Market*, 2014.

¹⁷⁶ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, op. cit., p. 57.

¹⁷⁷ HUDSON, A. *The Law...*, op. cit., p. 30-35.

¹⁷⁸ FIRTH, S., op. cit., p. 1-45.

¹⁷⁹ HUDSON, A., *The Law...*, p. 43-08.

¹⁸⁰ LEHMAN BROTHERS, op. cit., p. 39.

¹⁸¹ Vid. *infra*. Capítulo 2.

¹⁸² LEHMAN BROTHERS, op. cit., p. 39.

cantidad determinada denominada nocional, en vez de un instrumento financiero real¹⁸³. Las ventajas de la especulación fuera del mercado se materializan en que no han de seguirse las reglas establecidas en el mercado y se reducen los costes asociados a la especulación directa tales como los costes de entrada, de tipo impositivo, garantías o las exigencias de transparencia. Finalmente, suponen la posibilidad de gestionar la exposición económica de la cartera de inversión ya que le permiten tomar la posición en la inversión que deseen. En esta misma línea, aparece la alternativa conocida como la monetización de una inversión. En otras palabras, cuando un accionista no desea vender las acciones por diversos motivos, los derivados *equity* le permiten simular la posición económica que tendría si hubiera vendido las acciones¹⁸⁴, por ejemplo, recurriendo a un *total return swap* en el que la parte corta mantiene la propiedad pero se diversifica su posición económica¹⁸⁵.

Otra de las motivaciones del recurso a derivados se asocia al aprovechamiento de los desajustes en los movimientos de los mercados, conocida como estrategia de arbitraje¹⁸⁶. El factor tiempo tiene mucha importancia en esta estrategia pues el éxito de la misma dependerá del periodo que medie entre un evento y su reflejo en el mercado o el impacto en un mercado y su repercusión a otros. La necesaria agilidad que supone servirse del factor tiempo implica la planificación de una estrategia de derivados en el momento correcto, eligiendo los activos adecuados donde se producen esos desequilibrios. Asimismo, la estrategia de derivados *equity* se utiliza en otros contextos, tales como el arbitraje normativo que implica el recurso a derivados para lograr una posición favorable que la inversión directa llevaría una carga impositiva o bien, el cumplimiento de exigencias de transparencia de carácter desfavorable para el inversor¹⁸⁷.

A su vez, cabría hacer mención a aquellas razones que son típicas de aquellos que recurren a derivados *equity*. Entre otras podemos destacar, por ejemplo, que los derivados *equity* reducen los costes asociados a la compra directa del subyacente, en

¹⁸³ HUDSON, A. *The Law...*, *op. cit.*, p. 35.

¹⁸⁴ FIRTH, S., *Derivatives...*, p. 15-6.

¹⁸⁵ MCGARRY, A. y PARKER, E., "Reason for entering into *equity* derivative transactions and values derive from *equity* derivative financial instrument" en PARKER, E., *Equity derivatives : documenting and understanding equity derivative products*, p. 51; FIRTH, S., *op. cit.*, pp. 1-13, 15-6.

¹⁸⁶ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, pp. 57-58.

¹⁸⁷ HUDSON, A. *The Law...*, *op. cit.*, p. 38.

nuestro caso, acciones. En este sentido, la reducción de costes pueden derivar en el plano impositivo, ya sea beneficiándose de exenciones o beneficiarse de tipos más bajos¹⁸⁸. A su vez, los derivados *equity* pueden reducir los costes asociados a la adquisición de acciones de emisores extranjeros por lo que, en definitiva, facilitan al inversor el acceso a otros mercados.

Los derivados *equity* también se han utilizado como una técnica de financiación o *corporate finance* al reducir el riesgo asociado a las acciones propias. Destacan entre otros, los planes de acciones para trabajadores, que dan derecho a éstos a adquirir acciones de la empresa a un precio fijo en una fecha determinada como parte de un *bonus* o compensación. El ejercicio de las opciones por parte del trabajador solo se realizará si el precio de cotización de las acciones está por encima del precio *strike* de la opción; por consiguiente, cuanto mayor sea el precio de cotización más alta resulta la probabilidad de que ejerzan su derecho de opción. Para cubrir dicho riesgo, la sociedad puede entrar en opciones *call* que se ejercerán el mismo día que las de los empleados a un precio determinado¹⁸⁹. Por el contrario, la sociedad recurrirá a la venta de opciones *put* en supuestos de programas de *share buy backs* con el fin de protegerse de la subida de las acciones durante el periodo de recompra de acciones¹⁹⁰.

Finalmente, como tendremos ocasión de analizar con posterioridad, los derivados *equity* han tenido una nueva función en los últimos años de tipo estratégico, conocida como *control seeking behavior*. Esto es, el recurso a derivados *equity* para alcanzar una posición de control o de influencia en una sociedad *target* fracturando el binomio propiedad de la acción-riesgo económico¹⁹¹. En ese sentido, la contratación de derivados *equity* resulta una vía rápida para alcanzar un número de votos suficiente para

¹⁸⁸ El inversor extranjero entra en un *equity swap* con una entidad financiera constituida en el país origen del emisor de las acciones, como la entidad financiera ha adquirido las acciones, pagara una cantidad igual a los dividendos al inversor extranjero, esta operación no acarrea “*withholding tax*”. También los derivados *equity* no llevan *stamp duty* en Inglaterra, *vid.* MCGARRY, A. y PARKER, E., “Reason for entering into *equity* derivative transactions and values derive from *equity* derivative financial instrument” en PARKER, E., *Equity derivatives : documenting and understanding equity derivative products*, p. 50

¹⁸⁹ MCGARRY, A. y PARKER, E., “Reason for entering into *equity* derivative transactions and values derive from *equity* derivative financial instrument” en PARKER, E., *Equity derivatives : documenting and understanding equity derivative products*, p.53.

¹⁹⁰ FIRTH, S., *op. cit.*, p. 15-7.

¹⁹¹ “*Intentional exploitation of loopholes in the legal system to break up the connection between risk and influence in shares of their portfolio companies*”, *vid.*, KETTUNEN, M., Y WOLF-GEORG, R. “Disclosure Regulation of Cash-Settled Equity Derivatives - An Intentions-Based Approach”. *Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly*, nº 2, 2012, p. 7.

aumentar la probabilidad de que se adopte una decisión se tome en la junta, así como para alcanzar los derechos de los minoritarios, es decir el derecho a convocar junta o a incluir puntos en el orden del día. En procesos de reestructuración societaria también se recurre a derivados *equity* para alcanzar una posición de influencia que permita llevar a cabo la operación satisfactoriamente mitigando la subida del precio de las acciones asociada a los procesos de *M&A*. Por ejemplo, el recurso a un *equity swap* por la sociedad absorbente mediante una posición larga limitaría su exposición a la subida de precios ante el anuncio de fusión, adquiriendo una posición relevante en la sociedad absorbida. La parte corta generalmente adquirirá las acciones como cobertura o *delta hedging* y permitirá el ejercicio de voto a la parte larga. Otra vía es el recurso a opciones *call*, fijando el precio de las acciones para su compra futura mientras tanto podrá ejercer el derecho de voto. Finalmente, el recurso a derivados *equity* otorga el anonimato a las partes que los contraen porque en algunos casos no se han de comunicar dichas operaciones; por consiguiente, pueden suponer una vía para la demora en la comunicación de una participación importante o el lanzamiento de una opa obligatoria¹⁹².

B) Objeto

El objeto de los derivados financieros presenta variaciones en función de la naturaleza del contrato. La consideración del instrumento financiero derivado como un contrato determina que el objeto del contrato es la formación del contrato definitivo, como es el caso de las opciones por entrega de subyacente¹⁹³.

En aquellos contratos de derivados de carácter principal, es decir, los contratos a plazo, *swap* o contratos de entregas diferenciales, el objeto del contrato es la relación jurídico-patrimonial que se crea sobre un activo subyacente en una fecha futura determinada. De ahí que el objeto no es el activo subyacente sino asegurarse el valor del subyacente en

¹⁹² RAMIREZ, J., *Handbook ...* MCGARRY, A. y PARKER, E., “Reason for entering into *equity* derivative transactions and values derive from *equity* derivative financial instrument” en PARKER, E., *Equity derivatives : documenting and understanding equity derivative products*, p.54.

¹⁹³ MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity...*, *op. cit.*, p. 56, IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p. 43, sobre objeto compra venta a plazo, GÓMEZ GÁLLIGO, J, *op. cit.*, p. 374-375

una fecha futura, estipulándose cuales son los criterios en aras a la cuantificación monetaria de dicho valor¹⁹⁴.

Por consiguiente, el objeto de los contratos derivados financieros en ambos supuestos guarda similitudes pues las partes se aseguran un valor, que no un importe determinado, sino, concretamente, el valor del activo subyacente en una fecha futura¹⁹⁵.

En aquellos contratos que no se entrega el subyacente, es decir, en los contratos por diferencias, las partes se obligan a realizar pagos de manera unilateral o bilateralmente de la deuda de valor¹⁹⁶. En aquellos casos en los que fuera posible la entrega del subyacente pero se procede a su liquidación diferencial, estamos ante una sustitución de la entrega material por la entrega por diferencia en dinero por lo que no resulta un contrato aleatorio o por diferencias sino que habrá de calificarse como un contrato de compraventa o de préstamo sobre el subyacente¹⁹⁷.

4. Las obligaciones de las partes.

4. 1. Opción.

Las obligaciones del *writer* o concedente de un derecho de opción dependen del tipo de liquidación que se haya estipulado. En cualquier caso, el otorgante actúa como un asegurador pues asume el riesgo de que la opción no se ejerza. El otorgante deberá someterse a las exigencias del mercado donde se negocie el subyacente, es decir, al mercado de valores en el que cotice el valor, o a las de tipo económico que se estipulen en el contrato¹⁹⁸.

La obligación principal del otorgante es reconocer el derecho del tenedor de la opción y se anuda la futura perfección del contrato de compra o venta de acciones en los contratos de liquidación física¹⁹⁹. Con respecto a la ejecución del derecho de opción,

¹⁹⁴ El valor se concreta en dinero, como medida del valor, “no en sí mismo considerado”, vid. SANZ CABALLERO, J. I., *op. cit.*, p. 186, vid. MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity...*, *op. cit.*, p. 56.

¹⁹⁵ MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity...*, *op. cit.*, p. 57.

¹⁹⁶ Por entregas se intercambia el subyacente por el valor estipulado, por diferencias, paga la deuda de valor (que representa la diferencia entre el precio del contrato de derivado y el precio que presenta el activo subyacente en el mercado), vid. GÓMEZ GÁLLIGO, J., *op. cit.*, p. 375

¹⁹⁷ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p. 74.

¹⁹⁸ *Ibid.*, p. 122-123 dado el elevado riesgo de este tipo de operaciones, no se permite la contratación por particulares.

¹⁹⁹ MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, *op. cit.*, p. 91-92.

han de tenerse en cuenta dos variables. En primer lugar, la fecha en que puede ejercerse el derecho de opción (*exercise date o expiry date*) en virtud del tipo de opción establecida en el contrato ya que puede ejercitarse en la fecha estipulada o durante un periodo determinado. En efecto, en las opciones europeas el ejercicio de la opción sólo podrá realizarse en el día que se ha determinado en el contrato²⁰⁰, mientras que en las opciones bermudas el ejercicio de la opción se puede realizar en los días que se hayan especificado, por ejemplo, el primer día laboral de cada mes. Por su parte, la opción americana se ejecutará durante los días laborables durante un periodo determinado²⁰¹.

En segundo lugar, llegada la fecha de ejercicio en función del tipo de opción, se ha de determinar en qué supuestos el beneficiario ejercitará la opción. En primer término, si se ha pactado la liquidación física o por entrega del subyacente y la opción se encuentra “*in the money*”²⁰², es decir, la opción tiene valor intrínseco positivo en la fecha de ejercicio²⁰³, el beneficiario del derecho de la opción ejercitará su derecho²⁰⁴. En este sentido, en un contrato relativo a una opción *put*, el beneficiario puede vender las acciones sobre las que se referencia el contrato al concedente al precio de ejercicio o *strike price*; mientras que en un contrato relativo a una opción *call* sucede a la inversa, pues el adquirente tiene derecho a la compra de las acciones subyacentes²⁰⁵. En

²⁰⁰ El riesgo para el vendedor de una opción es menor en una opción europea que norteamericana ya que en una opción europea solo se ejercita en un día concreto mientras que en una opción americana se puede ejercitar en varios días un tiempo en el que puede situar a la opción en una situación *in the money*, así analizado por HUDSON, A. *The Law...*, *op. cit.*, p. 44.

²⁰¹ Generalmente, aquellas opciones sobre acciones cotizadas se elegirán las opciones americanas, HULL, J.C., *op. cit.*, p. 187.

²⁰² Una opción se encuentra *in the money*, cuando el valor de la opción es inferior al valor de cotización de la acción, o bien en una *call*, cuando el valor de cotización es superior al de la opción. La opción *at the money*, es el segundo supuesto posible, que ocurre cuando el valor intrínseco de la opción se corresponde con el *strike price*. Finalmente, si la opción se encuentra *out of the money* refleja que la opción no tiene valor intrínseco, ello sucede cuando en una opción *put*, el valor de cotización es superior a la opción y en la opción *call* cuando el valor de la opción es superior a la cotización; en este supuesto, al no ejercer la opción, las pérdidas del comprador de la acción serán únicamente el pago del Premium, *vid.* BOSSU, S., *Introduction to Equity Derivatives*, p. 74; WINSTONE, D., *Financial derivatives, hedging with futures, forwards, options & swap*, ed. Chapman & Hall, 1995, pp. 154-156.

²⁰³ El valor intrínseco de una opción es “el valor máximo entre cero y el valor que la opción tendría si se ejerciera inmediatamente”, así HULL, J.C., *op. cit.*, p. 193; *vid.* PARKER, E y BROWN, M., “Overview...”, p. 14, BOSSU, *op. cit.*, p. 57. Otras de las variables a tener en cuenta, es el precio del subyacente, volatilidad, las tasas de interés libre de riesgo, los dividendos esperados, *vid.* HULL, J.C., *op. cit.*, p. 209 que considerados factores exógenos, *vid.* MUÑOZ PEREZ, A., *Los derivados financieros equity...*, *op. cit.*, p. 94.

²⁰⁴ En este caso, la razón por la que recurrirá el inversor a este tipo de operación surge por motivos como para cumplir con los requisitos de otro cliente, o una estrategia a largo plazo especulativa HUDSON, A. *The Law...*, *op. cit.*, p. 49.

²⁰⁵ DIAZ RUIZ, E., “Las opciones...”, *op. cit.*, p. 404. En el supuesto de contratos por diferencias, la valuación se produce en un momento posterior al ejercicio de la opción-generalmente, se establece el momento específico tras la ejecución, *vid.* FIRTH, S., *Derivatives...*, *op. cit.*, p. 15-3.

cualquier caso, la efectiva transmisión se producirá cuando se haya inscrito en favor del adquirente las acciones subyacentes de la opción de compra o en favor del emisor de la opción *put* en virtud del art. 11 TRLMV²⁰⁶.

En segundo lugar, con respecto al contrato de opción por diferencias, su ejecución se producirá en función del precio de las acciones subyacentes en el día de ejercicio pues recibirá la diferencia entre el *strike price* y el precio de mercado. Por tanto, el beneficiario de una opción *call* ejercitará su ejercicio si el valor de la acción es superior al *strike price*, ya que recibirá el diferencial entre dichas cantidades. Por el contrario, una opción *put* sólo se ejercitará si el precio de *strike* es superior al valor en el mercado²⁰⁷. En caso de ejercicio de la opción *call* se establece una obligación adicional, que se circunscribe al pago del precio de ejercicio de la opción o *strike price*. Por otra parte, en el supuesto del ejercicio de una opción *put* habrá que entregar el subyacente una vez formalizado el contrato de compra venta²⁰⁸.

Finalmente, el derecho al ejercicio de opción por parte del beneficiario lleva asociado la obligación del pago de la prima o *premium* al otorgante del derecho que se realiza en el momento de la formalización del contrato o en los plazos pactados²⁰⁹. La prima es una suerte de compensación al otorgante del derecho de opción²¹⁰. La cuantía de la misma dependerá del riesgo asociado a la opción, que siempre será un precio menor a la cuantía que el beneficiario pretende obtener con su ejercicio²¹¹. Por el contrario, el beneficiario no tiene que realizar ninguna provisión de fondos²¹² ya que en aquellos casos en que se ejerza el derecho de opción entonces tendrá que pagar el *strike price* o precio de ejercicio²¹³ es decir, el precio de compra o venta del subyacente en el futuro o

²⁰⁶ Vid. Condiciones Generales MEFF Grupo de Contratos de Activos Subyacentes de carácter financiero, p. 37. 20 de septiembre de 2016.

²⁰⁷ DOLAN, K., y DUPUY, C., “Equity derivatives...”, *op. cit.*, p. 167.

²⁰⁸ MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, *op. cit.*, p. 94.

²⁰⁹ DIAZ RUIZ, E., “Las opciones...”, *op. cit.*, p. 404; HUDSON, A. *The Law...*, p. 47.

²¹⁰ El riesgo para el comprador de una opción es muy limitado, ya que desde el primer momento sabe que lo máximo que perderá será la cuantía del Premium que habrá de pagar, *vid.* RAMIREZ, J., *Handbook ...*, p. 30, PARKER, E y BROWN, M., “Overview ...”, p. 13, MADRID PARRA, p. 94.

²¹¹ HUDSON, A. *The Law...*, *op. cit.*, p. 43

²¹² MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, *op. cit.*, p. 93 establece que a diferencia del contrato de futuros donde las partes han de cumplir una serie de garantías, si bien puede darse una provisión de fondos por el cliente al intermediario para cumplir el pago de la prima, nota pie de página.

²¹³ La valoración de una opción en la práctica viene determinada por dos variables, su valor intrínseco (*intrinsic value*), es decir cuánto costaría la opción si fuera ejercida en este preciso instante y el valor tiempo (*time value*), cuanto es el valor de la opción por encima del valor intrínseco. El valor tiempo decrece hasta que llega a converger con el valor intrínseco, *vid.* BOSSU, S., *op. cit.*, p. 57. Respecto al

el valor de la liquidación²¹⁴. Sin embargo, en la actualidad, por motivos de solvencia y exigencias de contabilidad, se preserva el cumplimiento del contrato mediante la exigencia de garantías financieras, tales como son la prenda y la cesión en garantía²¹⁵.

4. 2. Futuros

Como ya hemos señalado, un contrato de futuros difiere con las opciones en derechos y obligaciones de las partes con las opciones. Mientras que en las opciones el beneficiario tiene derecho a decidir entre ejercer o no el derecho de opción, en el futuro o *forward* las partes realizan en todo casos las obligaciones que se le imponen²¹⁶. La motivación de las partes es complementaria ya que el vendedor, gracias al contrato de futuro, consigue la venta de un activo; por el contrario, el comprador se asegura la compra de dicho activo al precio estipulado²¹⁷.

En los contratos por entregas, el vendedor está obligado a la venta de las acciones al beneficiario en la fecha de vencimiento; suele ser habitual que adquiera las acciones con anticipación, una vez formalizado el contrato²¹⁸. Durante su duración, las acciones se suelen prestar con el fin de recibir la *borrowing fee*²¹⁹ para su inversión así como los

cálculo del precio de ejercicio, es decir, la valoración económica del derecho de opción, se recurre a una variante del modelo *Black-Scholes*, (un análisis extenso del modelo *black-sholes*, *vid.*, MERTON, R.C., Theory of rational option pricing, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 4, No.1, 1973, pp. 141-183). Los factores que determinan el precio de la opción son: el precio spot, es decir, el precio del activo subyacente (si aumenta el valor del activo, la opción “*call*” aumenta, a contrario, cuando el valor subyacente baja, la put disminuye). Asimismo, influirá la volatilidad implícita, esto es la variación del precio del activo subyacente, cuanto mayor sea la volatilidad, mayor será el “*payoff*”. Los dividendos esperados pues su reparto de dividendos implica una caída en la bajada del precio de las acciones, lo que supone la reducción del precio de la *call* y a un incremento de la *put*. En último término, las letras griegas son los métodos utilizados para medir el riesgo la sensibilidad de una opción a cada variables. RAMIREZ, J., *Handbook ...*, p. 38-39; HULL, J. C., *op. cit.*, pp. 269 y ss.

²¹⁴ Cantidad que se ha fijado en el contrato de compraventa a plazo con condición, bien suspensiva al superar el strike Price o bien, potestativa, al obtener dicho beneficio elige ejercer la opción, *vid.* IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, p. 121

²¹⁵ Real Decreto Ley 5/2011, en este sentido, *vid.* DIAZ RUIZ, E., “Las opciones financieras OTC”, p. 406.

²¹⁶ HUDSON, A. *The Law...*, *op. cit.*, p. 56, cabe destacar como en el caso de estandarizados ni el vendedor elige al comprador ni éste puede negarse a la entrega, sino que la cámara de compensación es la encargada de unir a las partes, de ahí la importancia de la cantidad y calidad, *v.* IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, p. 118

²¹⁷ MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados...*, *op. cit.*, p. 26, *cfr.* SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros*, p. 385.

²¹⁸ En caso de estandarizados predomina la liquidación por diferencias, reduciendo así los costes asociados a la tenencia del valor subyacente tales como negociación, reserva, distribución, porte, depósito o almacenamiento, *vid.* IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p. 117

²¹⁹ La razón por la que prestan las acciones es para devolver el forward a un precio justo, esto se produce se considera que el precio del forward está por debajo de lo esperado, *vid.* BRADDOCK, J. C., *op. cit.*, p. 42.

dividendos que trasladará el prestatario. Llegado el día de ejecución del futuro, se venderán las acciones a la parte larga cuya efectiva transmisión se producirá con la inscripción a favor del adquirente (art. 11 TRLMV), recibiendo el “*forward price*” y se reembolsará el préstamo que en su caso se haya realizado para la compra de las acciones.

Respecto al comprador del futuro o *forward*, éste está obligado al pago del precio de compra del activo subyacente estipulado a pesar de que no esté el futuro o *forward in the money*²²⁰ llegado el término del contrato²²¹. Su cálculo varía en función del tipo de mercado en el que se negocie. En el caso de que se haya contratado a través de un mercado estandarizado, la contratación se basará en los precios y las fechas que el mercado de futuros actualizados periódicamente²²². Por el contrario, en los mercados OTC, la liquidación no se produce diariamente sino que se establecerá un pago único²²³ en la fecha de vencimiento²²⁴.

En caso de su liquidación por diferencias, el comprador o el vendedor pagarán la cantidad del *forward cash settlement amount* dependiendo del signo positivo o negativo

²²⁰ HUDSON, A. *The Law...*, *op. cit.*, p. 56.

²²¹ Así dispone el art. 1500 Código civil: El comprador está obligado a pagar el precio de la cosa vendida en el tiempo y lugar fijados por el contrato. Si no se hubieren fijado, deberá hacerse el pago en el tiempo y lugar en que se haga la entrega de la cosa vendida. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, *op. cit.*, p. 115.

²²² En el caso de realización a través de mercados estandarizados tales como es el LIFFE londinense o el estadounidense ONEChicago o el MEFF español. Debido a la revalorización diaria de este tipo de contratos regularizados, se establecen una serie de márgenes para asegurarse el cumplimiento de los mismos, dada la fluctuación diaria que estos experimentan –así, los cambios que se produzcan en el precio del activo subyacente se repercuten en los miembros del mercado y estos, a su vez, los repercutirán en sus clientes. *vid.* FIRTH, S., *op. cit.*, p. 15-5-. Por lo tanto, aquel inversor que decida contraer un contrato de futuros su intermediario abrirá una cuenta de margen, la primera cantidad depositada, al contraer el contrato, se denomina margen inicial, la cuantía varía diariamente en atención a las fluctuaciones de los valores que suponen el subyacente de dicho contrato de futuros. Es decir, si el precio del futuro baja, la cuenta margen se verá disminuida o viceversa. Como resultado, en caso de subidas del futuro, el inversor podrá retirar parte del margen siempre que respete el margen de mantenimiento, si el futuro disminuye aún más, necesitará adjuntar una mayor cantidad, es el margen de variación; *vid.* HULL, J.C., *op. cit.*, p. 26.

²²³ El precio del *forward* tomando las consideraciones establecidas será: *Forward price*-préstamo para la compra de acciones + dividendos reinvertidos+ tasa de préstamo de valores recibida. Si no hubiese oportunidades de arbitraje, este resultado sería cero si se hubiera establecido el precio correctamente: *Precio de futuro/forward- préstamo para la compra de acciones + dividendos reinvertidos + tasa de préstamo de valores recibida=0*, sin embargo, no suele ser así, dado las oportunidades de arbitraje suelen durar muy poco tiempo. De un lado, porque si el precio del *forward* está por debajo de un precio justo, los *traders* comprarán contratos de *forward* y venderán en corto las acciones, consiguiendo así que se sitúe el precio justo del futuro. *In extenso*, *vid.* RAMIREZ, J., *Handbook ...*, p. 46 y BRADDOCK, J. C., *Derivatives demystified...*, *op. cit.*, p. 42.

²²⁴ HULL, J.C., *op. cit.*, p. 97.

de la diferencia entre el precio del *forward* y el precio del subyacente en el vencimiento²²⁵, residiendo en esta circunstancia, es opinión de algunos el carácter aleatorio del contrato diferencial de *forward* así como su bilateralidad pues se obligan a ambas partes a la entrega de la diferencia si está por encima o por debajo del precio establecido en el contrato²²⁶.

4. 3. Equity swap

En el contrato de *swap*, la obligación fundamental de las partes es el intercambio de pagos diferenciales en las fechas estipuladas en el contrato²²⁷. Cuya cuantía depende de la cantidad equivalente a la fluctuación del precio de las acciones, el parámetro que se estipule como pueden ser intereses de referencia²²⁸ y en, algunos casos, la percepción de una cantidad equivalente a los dividendos de las acciones sobre las que se referencia el *swap*.

A lo largo de la vida del instrumento se suceden unas fechas de vencimiento en las cuales se producen los intercambios de los siguientes flujos de pagos²²⁹. El diferencial o *equity amount* entre el precio de la acción el día de referencia indicado en el contrato y el precio que tenga en la fecha de vencimiento. Esta cantidad es recibida por la parte larga si el precio de la acción se ha incrementado; por el contrario, si se ha depreciado el valor lo recibe la parte corta. En cualquiera de los casos, la parte larga tiene que pagar la *floating amount* trimestralmente que es una cifra que sustituye al coste que le hubiera supuesto a ésta haber adquirido las acciones. Se calcula mediante la aplicación de un interés variable y un margen fijo a una cantidad denominada nocional que se determina el día que se inicia el swap²³⁰. Se prevé también en un subtipo de *swap* denominado

²²⁵ En este sentido, nos podemos encontrar en tres escenarios. El primero sucede cuando el precio del *settlement* es mayor que el precio del *forward* o futuro, en cuyo caso el comprador o posición larga recibirá la diferencia entre el valor multiplicado por el número de acciones en la fecha de *settlement*. Es decir, si habían negociado un futuro a 10 euros la acción, y la acción 15 euros. Esos 5 euros son ganados por el comprador. Por el contrario cuando el precio del futuro o *forward* es mayor que el precio del *settlement*, evidencia que las acciones ha disminuido con respecto al precio del futuro. Será el comprador el que tendrá que pagar dicha diferencia. El mismo futuro a 10 euros acción, si la acción ha bajado a 5 euros, la posición larga va a tener que pagar los 10 euros. Finalmente, cuando el precio del *forward* es igual al precio del *settlement*, entonces no hay ningún tipo de flujo monetario, ya que el futuro es equivalente al precio del mercado de la acción 10 euros.

²²⁶ SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros*, p. 385.

²²⁷ VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera*, p. 131-132.

²²⁸ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J., *El contrato...*, p. 127.

²²⁹ Vid. FIRTH, S., *op. cit.*, p.15-5 y RAMIREZ, J., *op. cit.*, p. 6.

²³⁰ Estas cantidades equivalen a si se prestara el dinero para la compra de las acciones directamente y una suerte de compensación por el coste de “cubrir su posición, *vid.*, HULL, J.C., *op. cit.*, pp. 179-180.

total return swap que la parte larga reciba los dividendos, como quiera que también se beneficia de la subida en la cotización de las acciones se considera que este derivado logra imitar la posición larga en acciones a pesar de no ser el propietario de las mismas²³¹. Por el contrario, en un *price return swap* los dividendos se reinvierten²³². En el supuesto de que el activo subyacente fueran acciones que no pagan dividendos, entonces ambos tipos de *equity swap* serían el mismo instrumento financiero²³³. Finalmente, en la fecha de finalización del contrato, en los de liquidación física reciben la acción la parte larga.

Por último, respecto a los *swaps* liquidados por diferencias o *contracts for difference*, se caracterizan por no estar sometidos a una fecha de terminación rígida y, generalmente, se formalizan por períodos a corto plazo²³⁴. Los flujos de pago son los mismos que en los contratos de liquidación física. La única diferencia se distingue al término del contrato, pues tan sólo se intercambia la diferencia entre el precio de las acciones en la fecha de inicio respecto de la fecha de liquidación sin llegar a entregarse las acciones, salvo que se proceda a la novación del contrato. Como establece la doctrina, el fin de este tipo sencillo de *cash settled total return swap* no es más que acercar a los inversores particulares una forma de invertir en acciones de manera sintética, reduciendo los costes de transacción²³⁵.

IV. RECAPITULACION: LA INFLUENCIA SIN RIESGO Y EL INTERÉS OCULTO EN SOCIEDADES COTIZADAS COMO PUNTO DE PARTIDA.

La aproximación a los caracteres del contrato de préstamo de valores y derivados *equity* permiten extraer unas primeras conclusiones que nos sirvan como punto de partida para el desarrollo de nuestra tesis.

²³¹ *A total return swap therefore gives the recipient of these payments an economic exposure which is analogous to a physical holding of the securities*", vid. FIRTH, S., p. 15-5; RAMIREZ, J., *op. cit.*, p. 6-7. En este sentido, el swap consigue que se intercambie una obligación gravosa para la parte larga como es la compra de acciones por la asunción de otra obligación asumible (*floating amount*), vid. HUDSON, A. *The Law...*, p.57.

²³² Generalmente, la reinversión se produce en acciones del mismo tipo, vid. RAMIREZ, J., *op. cit.*, p. 11.

²³³ RAMIREZ, J., *Handbook ...*, p. 6

²³⁴ FIRTH, S., *op. cit.*, p. 15-6.

²³⁵ La réplica de los efectos económicos del propietario de las acciones, contraerá la posición larga en un CFD, mientras quien se quiera beneficiarse de la bajada del precio de las acciones tomará una posición corta en un derivado BARROW, J., y HART, R., "Types of over the counter *equity* derivative products", en PARKER, E., *Equity derivatives: documenting and understanding equity derivative products*, Globe Law And Business, Londres, p.83 DAS, S., *op. cit.*, p. 3172.

Se puede proceder a su clasificación en atención a las características del activo subyacente que se desligan con su celebración.

De un lado, estarían aquellos contratos que tan sólo trasladan el riesgo de mercado asociado al activo subyacente, es decir, los contratos de opciones y futuros o *forwards*. En este sentido, un accionista puede cubrir su posición en la sociedad mediante la contratación de opciones *put* sobre acciones de la misma compañía, protegiéndose así de la caída en la cotización de las acciones subyacentes. Si no tiene interés en la venta de las acciones, la liquidación se llevará a cabo por diferencias, recibiendo la depreciación de valor que se haya producido entre el precio de ejercicio y el de cotización. Igual estrategia se puede seguir recurriendo a la venta de futuros aunque la diferencia radica en que se procederá obligatoriamente a la venta de las acciones al precio de ejercicio que puede ser inferior al precio de mercado. En sentido contrario, un potencial accionista de una sociedad pretende asegurarse el precio de compra de las acciones en una fecha futura, por lo que recurre a una opción *call* con el fin de no verse afectado por la fluctuación del precio de la acción. Esto se plantea en los mismos términos cuando se recurre a un futuro o *forward* si bien con el riesgo de su ejercicio obligatorio con independencia del precio de mercado sea inferior al precio de ejercicio del futuro.

De otro, se encuentran aquellos contratos que no sólo trasladan el riesgo de mercado sino también escinden los derechos económicos asociados al activo subyacente. Nos referimos al préstamo de valores y al *total return swap*. Gracias al préstamo de valores, se consigue obtener de manera temporal la propiedad de ciertos valores a cambio de una comisión. El prestatario ejercita el voto sin riesgo de mercado pues éste se mantiene en el prestamista ya que se le devolverán las acciones en la fecha de vencimiento. Puede pactarse, a su vez, que éste reciba una cantidad equivalente a los derechos económicos que perciba el prestatario por las acciones durante la duración del préstamo. En este caso, el prestamista mantiene el riesgo y los beneficios económicos asociados a su inversión, mientras que el prestatario ejercita el voto con un riesgo cero. En el mismo sentido, la parte larga de un *equity swap* se encuentra afectada por la caída en la cotización de los valores, que tendrá que trasladar una cantidad equivalente a la parte corta del swap, pero a su vez también recibe una cantidad equivalente a los dividendos. Por lo tanto, es una réplica de una posición larga en acciones salvo que no tiene el

derecho de voto. Por el contrario, si la parte corta ha cubierto su posición a través de la compra de las acciones, votará sin riesgo económico. En el caso que se liquide por entregas, se asimilará al préstamo de valores, pues la parte larga finalmente recibirá las acciones.

Tal como se puede apreciar de todo lo expuesto, los derivados *equity* y el préstamo de valores consiguen reducir o suprimir el riesgo de mercado e imitar una posición larga o corta en acciones. El problema surge cuando estas prácticas son llevadas al extremo y, por ende, impactan en las sociedades que emiten las acciones sobre las que se referencian los contratos. Por ejemplo, cuando se alcanza la sobre cobertura de una posición larga en acciones cuya ganancia se supedita a la caída de la cotización en las sociedades en las que invierten, se consigue obtener una potencia de voto muy elevada sin riesgo económico durante un espacio temporal reducido pero suficiente para influir en la junta general. En estos casos se aprecia como la nueva función de carácter estratégico que puede tener el recurso a estos contratos, es decir, conseguir una capacidad de influencia en la junta general de la sociedad target fracturando el binomio riesgo-poder de la acción puede tener efectos adversos. En consecuencia, uno de los problemas latentes que se pretende resolver en esta tesis es si, ante la innovación financiera como técnica de disociación, se puede seguir sosteniendo que el interés residual que determina el poder del voto permanece en el accionista.

CAPITULO SEGUNDO: EL DECOUPLING O LA ESCISIÓN ENTRE LA PROPIEDAD DE LA ACCIÓN Y EL DERECHO DE VOTO: EN PARTICULAR, EL EMPTY VOTING O VOTO VACÍO

I. CONCEPTO Y ETIMOLOGÍA DEL DECOUPLING.

Como se ha puesto de manifiesto en el primer capítulo, diversas técnicas han logrado la disociación entre la propiedad económica y los derechos de voto del accionista²³⁶. Al catálogo de desviaciones tradicionales, se suma esta nueva disociación resultante del desarrollo de la innovación financiera a través de contratos u operaciones sobre acciones cuyos caracteres fundamentales se exponían en el capítulo primero. Estamos ante una desviación que podríamos describir como artesanal en la que cada *decoupler* decide elegir la técnica y la intensidad con la que se desvía de los postulados del ejercicio del voto tradicional ligado a la proporcionalidad entre el voto y el riesgo²³⁷. En efecto, el incremento al recurso de contratos u operaciones sobre valores (futuros, opciones, *equity swaps* o préstamo) gracias a su disponibilidad²³⁸ y la aparición de nuevos inversores, entre otros, los *hedge funds*, han propiciado una nueva fractura de la concepción clásica del accionariado porque estos contratos logran la escisión plena entre el derecho de voto, el riesgo de mercado y los derechos del socio²³⁹; por este

²³⁶ En este sentido se han pronunciado, PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., *op. cit.*, p. 778; DOMBALAGIAN, O. H., “Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?”, *Tulane Public Law Research Paper*, No. 08-10, pp.1260-1263; CUNNINGHAM, K.C., “Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments”, 64 *N. Y. U. Ann. Surv. Am. L.*, 2008-2009, pp. 306-308.

²³⁷ HU, H. T. C., “Financial Innovation and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency”, en *Business Lawyer*, Vol. 70, No. 2, 2015, p. 357: “Empty voting effectively involves a shareholder's electing on its own to choose to depart from the charter's mechanism and general shareholder presumptions”.

²³⁸ Tal como arrojan las estadísticas del Bank of International Settlements, el valor bruto del mercado de derivados *equity* OTC, se ha mantenido entre el año 2012 y diciembre de 2014 entre los 600-700 billones de dólares, siendo predominante el recurso a opciones *equity* respecto a los futuros o swaps, vid. BIS, Derivatives Statistics, <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32>. Mientras que las operaciones de préstamo de valores, el Mercado estadounidense equivale a 14, 045 billones de \$ y el Mercado inglés, 3.100 billones en el año 2011, vid. Financial Stability Board, “Securities lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues”, disponible en: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_120427.pdf?page_moved=1.

²³⁹ Así se han manifestado, HU, H. T. C. y BLACK, B., “Debt, equity, and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications”, *European Financial Management*, vol. 14, 2008, p. 3; FRANKEL, T., “The New Financial Assets: Separating Ownership from Control”, 33 *Seattle U. L. Rev.*, 2010, p. 935; THOMSON, R. B/ EDELMAN, P. H., “Corporate Voting”, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 62, 2009, p. 153. No obstante, cabe recordar que, antes de la innovación financiera y la problemática de la compra de votos, también se podía disociar la propiedad y el voto mediante la adopción de estructuras duales en las sociedades (*dual class shares*). La diferencia fundamental reside en la transparencia de la operación, mientras que las sociedades de estructura dual ha de hacerse pública la estructura, en la “nueva compra de votos” no existe el componente de transparencia en las operaciones, en este sentido, vid.

motivo, se ha pasado de la separación de la propiedad del control propugnada por *Berle & Means* a la separación del capital²⁴⁰.

El primero de los estudios²⁴¹ que alertaba de la fractura del principio de proporcionalidad o fractura del binomio riesgo-poder diferenciaba la *pure share ownership* o propiedad pura de acciones de las *encumbered shares* o acciones encubiertas que recurrían a la innovación financiera.

Posteriormente, se sucedieron varios estudios sobre la separación de la propiedad económica de los derechos de voto que se conocen comúnmente como la “trilogía del *decoupling*”²⁴². El fenómeno en sí fue acuñado como “*decoupling*”²⁴³ o “*new vote buying*”²⁴⁴. Tanto en los estudios posteriores como la jurisprudencia²⁴⁵ han optado por utilizar la misma terminología, la cual también seguimos en este estudio. Si bien es cierto que se ha añadido alguna precisión a la denominación como, por ejemplo, la inclusión del componente de riesgo positivo o negativo que soporta el accionista (*risk-decoupling*)²⁴⁶. Con todo, permanece inalterable el término *decoupling* como

CUNNINGHAM, K.C., *op.cit.*, p.308; HU, H. T. C/ BLACK, B., “The new vote buying: *empty voting* and hidden (morphable) ownership”, *Southern California Law Review*, vol. 79, 2006, nº 4, p. 858.

²⁴⁰ STRINE, L. E., “The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30, No. 3, p. 687. En contra, *vid* FRANKEL, T., *op. cit.* p. 932, considerando que toda separación de la propiedad del control genera los problemas que BERLE & MEANS apuntaron, independientemente de que la separación se realiza de manera más sofisticada o compleja.

²⁴¹ Nos referimos al trabajo de PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., “Encumbered shares” *op. cit.*, *University of Illinois Law Review*, 2005.

²⁴² La “*decoupling* trilogy” fue así denominada por WADEL, C. W., (et al.), “Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations”, *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper*, No. 90, 2010, p. 11. Los trabajos que conforman la trilogía son: HU, H. T. C/ BLACK, B., “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden Ownership,” 79 *S. Cal. L. Rev.* 811 , 2006; “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms,” 61 *Bus. Law.*, 1011, 2006; “Hedge Funds, Insiders, and Empty Voting: *Decoupling* of Economic and Voting Ownership in Public Companies,” 13 *J. Corp. Fin.* 343, 2007.

²⁴³ Algunos autores han considerado erróneamente al término *empty voting* como un término genérico que engloba a los diversos fenómenos que acontecen, *vid*. NATHAN., “Empty Voting” and Other Fault Lines Undermining Shareholder Democracy: The New Hunting Ground for Hedge Funds”, 1571 *PLI/CORP* 425, 2006, p. 1.

²⁴⁴ HU, H. T. C. y BLACK, B., “The new vote buying...”, *op. cit.*, p. 816, y KAHAN, M. y ROCK, E. B., “Hedge funds...”, *op. cit.*, p. 1076.

²⁴⁵ A este respecto, en *Crown Emak Partners, LLC v. Kurz*, 992 A.2d 377 (Del. 2010), la Supreme Court of Delaware, hace referencia al “*decoupling*” así como cita los trabajos relativos a la “*decoupling* trilogy”.

²⁴⁶ Para RINGE, W-G., *The deconstruction of equity. Activist shareholders, decoupled risk and corporate governance*, Oxford University Press, 2016, pp. 22 y ss, equipara el *empty voting* a situaciones de disociación negativa o *negative decoupling* y la *hidden ownership* a la disociación positiva.

aglutinador de todas las disociaciones que consiguen crear posiciones largas o cortas²⁴⁷ que reordenan el interés económico de la acción y el derecho de voto²⁴⁸.

A su vez, se pueden distinguir dos tipos de *decoupling* en función de la preeminencia del derecho de voto o el interés económico, considerando esta última como la relación entre las acciones que se poseen y las operaciones de cobertura cuyo activo subyacente son acciones de dicha compañía²⁴⁹. De un lado, el *empty voting* (voto vacío²⁵⁰) hace referencia a los casos en los que se logra reducir el riesgo económico asociado a la inversión en acciones pero preservando el derecho de voto²⁵¹. De otro, la *hidden ownership* (propiedad oculta²⁵²), el tipo opuesto, pues sobreviene cuando un inversor adquiere los derechos económicos atribuidos las acciones pero no obtiene la propiedad formal de las mismas, resultando por lo tanto que los derechos económicos adquiridos son mayores que el derecho de voto²⁵³.

Ambas tipologías cuentan con subtipos determinados en atención a la modulación del riesgo o el derecho de voto. Así, dentro del *empty voting* se suele distinguir un subtipo más grave, el *negative voting*, que se corresponde con aquellos casos en los que también

²⁴⁷ En general, *vid.* Capítulo 1.

²⁴⁸ DOMBALAGIAN, O. H., “Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?”, *UC Davis Law Review* 2008, *Tulane Public Law Research Paper* No. 08-10, p. 1264.

²⁴⁹ Esta propiedad económica puede tener un sentido amplio si se le añade la posición del inversor en otras sociedades que tengan alguna relación con la sociedad en la que se está procediendo al cálculo de la propiedad económica, es decir, una operación de reestructuración o una toma de control que puede repercutir al interés económico total del inversor, *vid.* HU, H. T. C. y BLACK, B., “Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, p. 3.

²⁵⁰ Negative decoupling o *economically encumbered shares* cuyos incentivos difieren del accionista puro porque además de tener acciones ostentan posiciones derivadas sobre acciones de dicha sociedad PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., p. 780.

²⁵¹ RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling – The Empty Voting Problem in the European Union”, *Seattle University Law Review*, p. 3. No obstante, en el caso *TELUS Corporation v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, Docket S126154 (Sept. 11, 2012, Supreme Court, British Columbia) donde se refieren al vaciamiento del voto como *empty voting*, teniendo en cuenta que uno de los coautores de la trilogía del *decoupling* participó en la defensa de una de las partes: [74] “While the problem of “empty voting” has been identified in cases and in legal literature, TELUS has not pointed to any authority that suggests that courts have inherent jurisdiction to control abuses. Courts are entitled to intervene only when they have specific authority to do so under statutory provisions.”

²⁵² Positive decoupling o denominado *legally encumbered shares* en razón a que el accionista se ve impedido legalmente de ejercer el voto, por ejemplo ha prestado las acciones u ostenta una posición en un derivado sobre acciones que no le permite ejercer el voto, *vid.* PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., p. 780. Sin tener que comunicar su posición, a este respecto, *vid.* RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, *op. cit.*, p. 3; CONAC, P. H., “Cash-settled derivatives as a takeover instrument and the reform of the EU Transparency Directive”, en BIRKMOSE, H. S., NEVILLE, M., y ENSIG SORENSEN, K., *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, p. 50.

²⁵³ HU, H. T. C. y BLACK, B., “The new vote buying...”, *op. cit.* pp. 825-826 o BARRY, J., (et al), *op. cit.*, p. 13.

prevalece el voto sobre el interés económico, pero la cobertura ha sido planificada para beneficiarse de la caída de cotización de las acciones, por lo que, su posición económica neta en la sociedad es negativa²⁵⁴. Mientras que en la *hidden ownership* cabe señalar aquellos supuestos de *hidden morphable ownership*²⁵⁵, que se caracteriza porque el inversor oculto, además de recibir los rendimientos de la acción, puede instruir el derecho de voto del accionista o bien, el propio accionista formal *motu proprio* entiende que ha de votar en consonancia con los intereses del propietario oculto²⁵⁶.

De conformidad con el objetivo de esta tesis, el análisis del *decoupling* se ha centrado en su incidencia en el ejercicio del voto y, por tanto, se ha enfocado el estudio preferentemente en el *empty voting* como una nueva forma de ejercicio del derecho de voto. También se hace especial hincapié en la *hidden morphable ownership*, que constituye otra forma de ejercicio del voto, de modo indirecto, encubriendo a quien tiene el verdadero interés en la sociedad a través de un accionista aparente. En última instancia, se aportarán referencias puntuales a la *hidden ownership* pues podría configurar una estrategia preliminar para alcanzar una posición influyente o incluso lograr control en una compañía.

II. LA SIGNIFICACIÓN DEL EMPTY VOTING COMO TIPO DE DECOUPLING.

1. La cobertura del riesgo como criterio delimitador de las nuevas formas de voto.

Tal como se ha expuesto previamente, el *empty voting* o voto vacío se produce cuando un inversor, de manera incidental o no²⁵⁷, posee más derechos de votos de los que le corresponden atendiendo a su propiedad económica neta²⁵⁸. Nos encontramos ante un concepto indeterminado semejante a un cajón de sastre donde tienen cabida todo tipo de

²⁵⁴ Calificado coloquialmente como “la oveja negra” del *decoupling*, debido a la peligrosidad que puede presentar un accionista con interés negativo, *vid.* COHEN, J., “*Negative voting: Why it Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent it*”, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 45, No. 1, 2008, pp. 238 y 244.

²⁵⁵ HU, H. T. C. y BLACK, B., “Hedge Funds, Insiders”, *op. cit.*, p. 3.

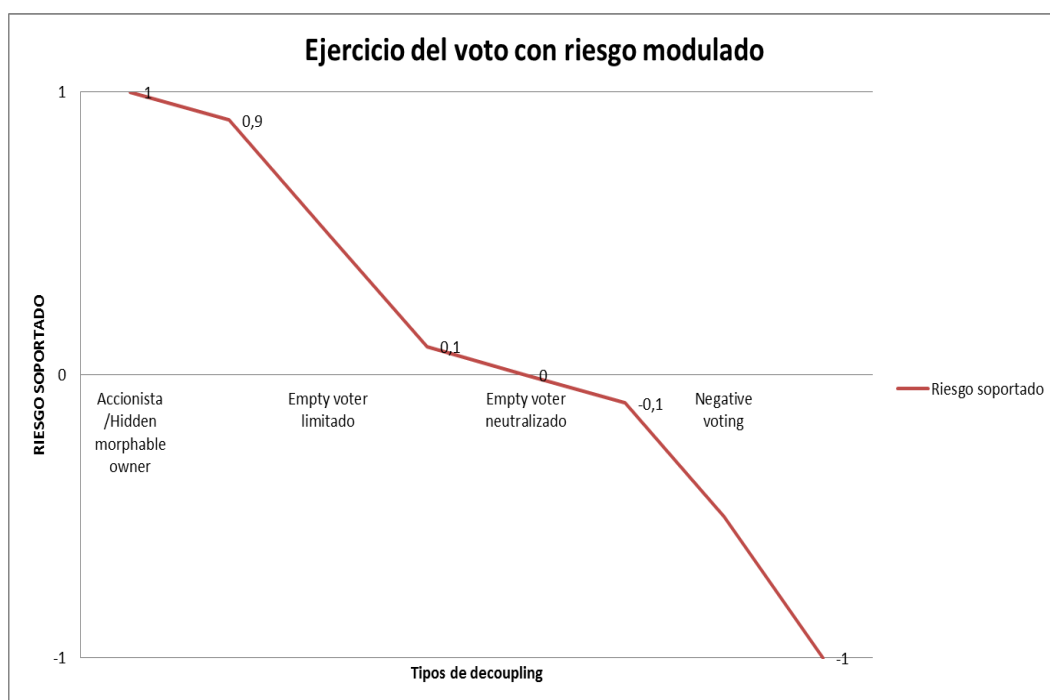
²⁵⁶ HU, H. T. C. y BLACK, B., “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership...”, *op. cit.*, p. 1023

²⁵⁷ KAHAN, M/ ROCK, E. B., “The Hanging Chads...”, *op. cit.*, p. 1267.

²⁵⁸ La posición económica neta es la relación entre las acciones y sus posiciones derivadas o *coupled assets*, es decir, los contratos de opciones, futuros y *equity swaps* o también los derechos asociados al préstamo de acciones. La posición puede ser positiva, cero o negativa. Tal como indica DOMBALAGIAN, O. H., *op. cit.*, p. 1258- nota a pie 83-. En esta misma línea, HU, H. T. C. y BLACK, B., “The new vote buying...”, *op. cit.*, p. 842. BARRY, J., (et al), “Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership”, *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 122*, p.11.

operaciones que logran dicha separación en diferente grado²⁵⁹. Dependiendo de cómo se articule la cobertura de la posición en acciones en una sociedad, se puede conseguir de la reducción hasta la neutralización del riesgo asociado a la tenencia de las acciones, así como hasta alcanzar un interés económico negativo. Por lo tanto, el recurso a un mismo término, *empty voting*, para aunar todas las combinaciones posibles en las que el votante vacío tenga más votos que interés económico, induce a tratar del mismo modo todos los supuestos de vaciamiento de voto cuando, tal como se examinará a continuación, su peligrosidad no es igual.

Desde esta perspectiva, se ha defendido la oportunidad de graduar la posición del accionista en función del interés que ostenta²⁶⁰, tal como ilustramos en la gráfica que se acompaña:



El punto de partida es el del accionista que no ha cubierto su posición en la sociedad que presenta un riesgo equivalente a 1. En una posición equivalente se encuentra el *hidden morphable owner* al soportar el riesgo de una posición larga en acciones. La

²⁵⁹ PARTNOY, F., "U.S. Hedge Fund Activism", en *Research Handbook on Shareholder Power*, Elgar Press, 2015, Forthcoming; *San Diego Legal Studies*, no. 15-187. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2585290>, quien critica la tendencia a englobar todas las desviaciones como *empty voting*.

²⁶⁰ *Ibid.*

diferencia entre ambos reside en que éste último ha obtenido los derechos de voto de manera informal gracias a que la parte corta ha cubierto su posición con la compra de acciones y pacta ejercer el voto en el sentido que determina la parte larga. Con un riesgo menor que 1 pero mayor que 0, se encuentran todos aquellos supuestos de *empty voting*, a los que hemos añadido el adjetivo “limitado”, que han conseguido reducir pero sin llegar a neutralizar el riesgo de la posición en acciones. El riesgo 0 se atribuye al accionista que ha neutralizado el riesgo de su posición, pues ni se beneficia de la subida ni le afecta la bajada del precio de cotización, es decir, el *empty voter* neutralizado. Esta posición es la frontera para distinguir el resto de supuestos en los que el *decoupler* se beneficiará de que el precio de la acción baje, es decir, el *negative voter*.

A la vista de esta aproximación al análisis de las nuevas formas de voto, en atención a la cobertura del riesgo cabe destacar como en todos los subtipos de *empty voting* se consigue disociar el riesgo asociado a la posición en acciones de su tenencia, por lo que el eventual impacto negativo en el valor de mercado de las acciones de la compañía no lo soportará en la misma medida que un accionista puro. Asimismo, quien haya conseguido reducir o neutralizar el riesgo aunque tenderá a la adopción de medidas que promuevan el interés social pues les repercutirá positivamente en cierta medida; por el contrario, en los casos extremos de *negative voting*, el accionista se beneficiará de la caída de la cotización. En contraposición a los casos de *hidden morphable ownership*, en los que la parte larga soporta el riesgo y obtiene votos informales, pero no es considerado accionista. En consecuencia, la potencial lesividad del voto determinante de un accionista se encuentra correlacionada con el riesgo que soporta de su posición en la sociedad.

2. Finalidad del *empty voting*

Tal como se evidenciaba en el capítulo primero, el *empty voting* tiene su origen en el recurso a contratos de derivados *equity* o préstamo de valores con el propósito de cubrir el riesgo asociado a una inversión en acciones de una compañía²⁶¹. La versión cualificada se refiere a cuando, además de la cobertura, se pretende ejercer una

²⁶¹ Así sucedió en el caso *News corporation* en la que uno de sus accionistas (*Liberty Media*) ha modulado su riesgo económico durante su inversión en la sociedad, en un primer momento mediante el recurso a futuros, luego mediante *equity swaps*, *vid.*, al respecto, HU, H. T. C. y BLACK, B., “The new vote buying...”, *op. cit.*, p. 831, nota a pie, nº43., FARREL, M., “Why liberty halted its “forward pass”, <http://www.multichannel.com/>. Fue también la finalidad por la que cubría su posición en la sociedad *Tribune* uno de sus accionistas, la familia Chandler, *vid.* HU, H. T. C. y BLACK, B., “Debt, equity...”.

influencia en el gobierno de las sociedades en las que invierten los *empty voters* con una exposición al riesgo limitada, neutralizada o hasta negativa. Por el contrario, el *hidden morphable owner* ejerce una influencia oculta en la sociedad pero soporta el riesgo de la toma de decisiones pues su posición sintética es la de un *pseudo* accionista.

El *empty voting*, como posteriormente detallaremos, puede llevarse a cabo tanto por accionistas minoritarios u *outsiders*²⁶² (en particular, los *hedge funds* para desplegar su técnica activista), como por la propia sociedad mediante los accionistas de control, los administradores o directores de la empresa (*insiders*)²⁶³. Cualquier inversor, por tanto, puede llegar a utilizar este tipo de técnicas, pero será necesario tener la capacidad para alcanzar una posición relevante para cumplir los objetivos deseados²⁶⁴.

El *empty voting* realizado por un accionista minoritario se utiliza para obtener una capacidad de influencia en la sociedad (*corporate influence*²⁶⁵) pero sin soportar el riesgo económico²⁶⁶. Asimismo, el horizonte temporal de esta influencia suele ser cortoplacista, que en algunos casos también puede ser utilizada como mecanismo previo para el control de la compañía sin asunción de riesgos, sin ser de manera transparente ni para el resto de accionistas ni para el mercado²⁶⁷. En consecuencia, como se detallará posteriormente, los intereses de aquellos accionistas que acuden a contratos que logran este vaciamiento del voto difieren del accionista tradicional (*residual claimant*²⁶⁸) que sí

²⁶² Cuando es el accionista minoritario quien lleva a cabo el *empty voting*, no tiene el control de la sociedad, pero vota las acciones cubiertas en contra de los intereses del resto de accionistas. A pesar de su posición minoritaria, no sería posible influir el resultado de una votación, sí que podría beneficiarse a expensas de la sociedad; en parte, como se analizará supra. Capítulo 4, debido la apatía racional de los accionistas, la dificultad de detectar a los *empty voters* (*wolfpacks*, incapacidad de conocer al inversor último etc.), vid. LEE, M., “Empty Voting: Private Solutions to a Private Problem”, *Colum. Bus. L. Rev.*, N. 883, 2007, pp. 897-899.

²⁶³ HU, H. T. C. y BLACK, B., “Debt, equity...”, *op. cit.*, pp. 9-10. En este sentido, COHEN, J., *op. cit.* p. 245, mencionando a los usuarios de técnicas de *decoupling*, en particular, negative voting, como entidad, alertando que mientras el *decoupling* realizado por los administradores supondría una infracción del deber de lealtad, resulta más complicado el encaje cuando son accionistas de carácter minoritario y la eventual colaboración de otros inversores.

²⁶⁴ De ahí que algunos inversores que recurren al *decoupling* se alíen entre ellos –wolfpacking–, para reforzar su posición global, vid. LEE, M., “Empty voting: private solutions...”, *op. cit.*, p. 898.

²⁶⁵ KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy”, *Cardozo L. Rev.*, N° 28, *op. cit.*, p. 1505.

²⁶⁶ LEE, M., “Empty voting: private solutions...”, *op. cit.*, p. 902.

²⁶⁷ AMF, *Report of the working group chaired by Yves Mansion on securities lending before general meetings of shareholders*, 2008, p. 2.

²⁶⁸ Por ello se considera que otorgarles el derecho de voto supone que la toma de decisiones en las sociedades es ineficaz, deberían categorizarse como accionistas sin derecho de voto ya que apoyarían propuestas que no maximizasen a la sociedad, vid. PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., “Encumbered shares”, *op. cit.*, p. 792-793.

soporta el riesgo anudado a su interés residual en la compañía²⁶⁹. No obstante, cabe subrayar que el *empty voting* puede utilizarse para fomentar la mejor gobernanza de la sociedad, adoptando decisiones que sean neutrales al interés social o que favorezcan al resto de socios, así como también para manifestar su descontento con la gestión o disconformidad con los administradores como puede ser la no aprobación de la retribución²⁷⁰.

Las estrategias de *empty voting* se despliegan principalmente en la Junta general, en particular, a la hora del ejercicio del derecho de voto; aunque también puede producirse en un momento previo a la celebración de la Junta, pues el *empty voter* para poder influir en la Junta general, en ocasiones solicitará, por ejemplo, la celebración de la Junta general²⁷¹ o bien, un complemento del orden del día²⁷². Además, puede darse como vía para la influencia en el consejo de administración, al alcanzar una posición en el consejo²⁷³.

²⁶⁹ LEPLAT, F. (Dir.), *Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement –Dissociation entre la qualité d'actionnaire et le risqué financier- (Empty voting et hidden ownership)*, Université de Rouen – Curej, p. 30.

²⁷⁰ *Ibid.*

²⁷¹ Como ha sido el caso *TELUS Corporation v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, es un caso relevante pues muestra de un lado, el recurso al *empty voting* a través de, en primer lugar, la convocatoria de la Junta general y de otro, también resulta particular la estructura del capital pues existen acciones con y sin votos, es de cir, una estructura dual. La problemática surge cuando la sociedad pretende el cambio de la estructura accionarial que originariamente se había estipulado para que entrase capital extranjero, ya que las normas canadienses impedían la influencia del voto de inversores extranjeros. La propuesta de los administradores implicaba la conversión de una acción sin voto a una acción con voto porque su emisión había sido al mismo valor que las acciones con voto, sin embargo, en la realidad, era cierto que las acciones con voto se negociaban a un 5% más caras que las sin voto. Ante estos hechos, Manson un *hedge fund* accionista de la compañía pretendía paralizar la conversión y, que reflejase el Premium de las acciones con voto, comenzó una escalada para posicionarse en la sociedad, comprando acciones con voto y vendía en corto acciones sin voto. La tenencia de sus acciones se hacía de manera intermediada a través de un depositario central de valores. Debido a este motivo, la solicitud de convocatoria de Junta la hizo CDS como accionista de registro, si bien omitió mencionar quienes eran los *beneficial owners* que estaban detrás de la solicitud de convocatoria, vid. a este respecto la Sentencia.

²⁷² En este sentido, la sociedad *British Land* convoca Junta general extraordinaria, solicitada por el accionista *Laxey Partners*, cuya posición que le permitía dicha convocatoria. La posición de *Laxey Partners* en la sociedad se construyó mediante el recurso al préstamo de valores, partía de un 2.9 % de acciones y alcanza un 9% de derechos de voto a través de préstamo de valores de más de 42.000.000 de acciones antes de la *record date*, su objetivo era que se aprobara dos programas de buy back y así como un cambio en la dirección de la compañía. Vid. HU, H. T. C. y BLACK, B., “The new vote buying...”, *op. cit.*, p. 822. Igualmente, el fondo private *equity* Sebastian Holdings en la sociedad Vivendi Universal, recurrió al préstamo de valores cuando solo tenía un 0.01% de su posición económica con el fin de alcanzar una posición de influencia, sin embargo en la Junta general –gracias a las acciones tomadas en préstamo- llegó a obtener un 4.77%-, vid. L'EXPRESS: “Les trafiquants de voix passent à l'action”, http://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/les-trafiquants-de-voix-passent-a-l-action_1343524.html?pg=2

²⁷³ *GWA Investments* es un *hedge fund* que invierte en *EXAR*, recurre al préstamo de valores con el fin de alcanzar un sitio en el Consejo de Administración. Resultando que alcanza su objetivo, pero se descubre que el 96% de su posición se encontraba cubierta mediante posiciones cortas, por lo que su posición

Respecto al tipo de asuntos en los que suele aflorar el *empty voting*, están asociados, por regla general, a eventos corporativos clave. Así, se utiliza para forzar la adopción de modificaciones estatutarias. Son particularmente relevantes aquellos casos en los que el *empty voting* se ha vinculado a la adopción de modificaciones estructurales, tales como las operaciones de fusión, adquiriendo usualmente votos de la sociedad *target* para conseguir que se adopte el acuerdo y lograr unos beneficios al respecto, pues el *empty voting* permite aprovechar la disparidad de precios –*merger arbitrage* o *risk arbitrage*– entre las compañías sujetas a la modificaciones estructural²⁷⁴. Para ello será necesario

provocaba que no se vería afectado por la performance de la sociedad, puesto que su posición no generaba ni beneficios ni pérdidas, recogido en BRIGGS, T. W., “Corporate governance and the new hedge fund activism: An empirical analysis”, *The Journal of Corporation Law*, 2007, p. 702.

²⁷⁴ Varios son los ejemplos que reflejan el recurso al *empty voting* para asegurar la adopción de una modificación estructural: Tal fue el caso *Mylan*. En julio del año 2004, se proyectaba la fusión entre *Mylan Laboratories* y *King Pharmaceutical*, *King* sería absorbida por *Mylan* si se alcanzaba el acuerdo de sus accionistas. Entre los accionistas de *King*, un *hedge fund*, *Perry Corp*, era accionista significativo y apoyaba la fusión dado los beneficios que obtendría de la misma. Ante este panorama, *Perry* adquiere el 9% de las acciones de *Mylan* para asegurarse que la fusión prosperase, así como otros *hedge funds* tales como *Citadel*, que siguieron la misma estrategia que *Perry*; no obstante, el riesgo económico asociado a dichas acciones se neutralización mediante un *equity swap*, vid. HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, *op. cit.*, p. 633.

En otra operación de fusión, entre la sociedad *Multi-Fine Line Electronix* y la sociedad competidora *MFS Technology* constituidas en Singapur, una vez anunciado el proyecto de fusión en marzo del 2006, descendió el valor de cotización de las acciones de *Multi-Fine Line* en Nasdaq en un 60%, por su parte. Por su parte, *MFS* preveía que para el último trimestre del año descenderían las compras e ingresos de la sociedad. Ante este cambio de circunstancias, el consejo de administración desaconsejaba el voto a favor de la propuesta en agosto de 2006, si bien, -bajo las leyes de Singapur debían mantener la propuesta de fusión y votar; sin embargo, desde el anuncio de la fusión, *Stark*, un *hedge fund*, comienza a incrementar su posición en la sociedad mediante la compra de acciones, parte de su adquisición se produjo tras el anuncio del consejo en contra de la fusión, en septiembre llegaba al 18.4%, que representaba al 48% de las acciones de la minoría. Por el contrario, *Stark* sí apoyaba la fusión, además, era el *beneficial owner* de al menos 4.9% de acciones de *MFS*, en consecuencia, su posición a favor de la fusión se basaba en intereses económicos en conflicto, puesto que en *MFL* había cubierto su posición con opciones, por lo que no soportaría la pérdida en *MFL* al perder valor con la fusión, sino que solo obtendría los beneficios a través de su posición en *MFS*, así en: MULTI-FINELINE ELECTRONIX, INC., a Delaware corporation, v. WBL CORPORATION LIMITED, C.A. No. 2482-N (*memorandum opinion and order*), p. 7: “(...) *Stark* beneficially owned at least 4.9% of *MFS*’s outstanding shares and, thus, that its position in favor of the proposal transaction was tinged with conflicted economic interests. Al respect de estos casos, vid. WOOD, D.: “The hedge fund sleight of hand”, Enero, 2007, *Treasury and Risk Magazine*; HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II...”, pp. 634-635.

También, *AXA*, asegurado francesa, pretendía la fusión por absorción de *MONEY*. Con el fin de financiar la operación, emite obligaciones convertibles con condiciones de conversión que diferían en función de si se aprobaba la fusión o no. *Highfields* es un *hedge fund* que participó en la compra de obligaciones de *AXA* y a su vez contaba con un 5% de *MONEY*, llevó a cabo una intensa campaña en contra de la fusión a través de medios de comunicación hasta convencer a *ISS* de que el voto debía ser un no. Asimismo, era apoyado por los fondos de inversión tradicionales Tanto los obligacionistas como *shortsellers*, entre otros el *hedge fund*, *Highfields* capital, adquieren acciones de *MONEY* si bien cubren su posición, la operación se aprobó por un margen de 1.7 millones de votos de 50.1 millones de acciones, siendo cubiertas 6.2 millones de acciones, a este respecto vid., BRAV, A., PARTNOY y J. F., THOMAS, R., “Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance”, *Journal of Finance*, 63 (4), p. 1081.

La sociedad *Telent* iba a ser adquirida por el *Fortress investment group*, si bien el *hedge fund* *Polygon* en el año 2006 bloqueó la adquisición de *Telent* por *Fortress investment Group*, éste último un private

que la operación se materialice, resultando el *empty voting* útil pues puede influir para que se lleve a cabo la operación sin asumir los riesgos de la misma²⁷⁵. Esto puede implicar una suerte de sabotaje a los eventos corporativos, pues aquellos acuerdos que hubieren incrementado el *shareholder value* no han podido adoptarse²⁷⁶. También se ha utilizado para asegurar un cambio de control satisfactorio²⁷⁷ o igualmente realizando un

equity rival. Su posición que rondaba el 23.9%, se añadía un contrato de derivados que alcanzaba un 10% su posición neta larga, por consiguiente *Telent* al necesitar una mayoría del 75% para adoptar la operación, se veía impedida con el voto contrario de *Polygon*. A pesar de que la operación beneficiaba a *Polygon* como socio y perjudicaba su bloqueo, otras razones como la rivalidad, la creencia de que no era una buena oferta y hasta el contacto con *Fortress* para comprar *Telent* conjuntamente llevaron a *Polygon* a no aprobar la operación, al respecto, en prensa vid. Financial Times, 21 de julio de 2006, versión on-line; The Independent, 3 agosto de 2006.

Como último ejemplo, la propuesta de fusión entre las compañías de cruceros *P&O Princess* y *Royal Caribbean Cruise Line* supuso una opa hostil por *Carnival*, el rival de *Royal Caribbean* en el mercado americano cuyas condiciones de esta última operación fueron variando. Finalmente, *Carnival* pretendía la una oferta sobre parte de P&O, algunos de los accionistas de P&O a favor de dicha operación realizaron operaciones de préstamo de valores con el fin de conseguir un mayor poder de voto para que la operación se realizase, si bien la operación no era beneficiosa para el accionariado en general y se consideraba como parte del acuerdo para la OPA parcial, es decir *Carnival* compraría las acciones de aquellos que tomaban las acciones en préstamo. Este caso dio lugar al examen de un cambio en el contrato de préstamo de valores, si bien, se evidenciaba que podría resultar en *market disruptions*, como consecuencia solo se cambió en UK el *Code of Guidance* de aplicación voluntaria: “*Stock borrowing and lending code of guidance*”, que establece el consenso en el mercado de de securities que no se pueden tomar prestadas acciones con el único propósito de ejercer el derecho de voto, vid. RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...” , p. 12; STOCK LENDING AND REPO COMMITTEE WEDNESDAY, 11 diciembre de 2002, disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/gilts/slrdec02.pdf> A este respecto, con carácter general, la participación de los *hedge funds* en modificaciones estructurales, vid. MUÑOZ PÉREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, op. cit., p. 179.

²⁷⁵ MONGA, A., op. cit, p. 198: “*With the innovation of derivatives an other structured finance techniques, arbitrageur can now influence the merger risk free whether or not the merger is beneficial to the targets and or acquiring firm shareholder*”.

²⁷⁶ COHEN, J., op. cit, p. 243.

²⁷⁷ *Deutsche Boerse* y *Euronext* competían por la adquisición del London Stock Exchange, DB anuncia una tender offer en diciembre de 2004, los *hedge funds* *TCI* junto con otros *hedge funds*, incluido *Atticus* incrementan su posición en la sociedad a un 8.5%, asimismo se oponen a la oferta de DB por ser el Premium demasiado alto. En esas mismas fechas, *hedge funds* no identificados se sitúan en posiciones cortas en LSE, llegando la doctrina a justificar dicho movimiento en el sentido a que apostaban porque la oferta de DB no iba a materializarse consecuentemente veían que las acciones de DB iban a subir y las de LSE iban a bajar, por lo que su posición corta le beneficiaba. La situación contraria también se puede dar, es decir en aquellos casos en los que los *mergers arbitrageurs* lo que harán será situarse en posiciones largas en la *target*, mientras que cortas en la adquirente, defendiendo la fusión aunque no sea a favor del interés social; entre otros, vid.: HU, H. T. C. y BLACK, B., “The new vote buying...”, p. 844; URIA MENENDEZ (ET AL): *Understanding an dealing with hedge funds*, 31 diciembre de 2011, p. 61, disponible en:

http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3388/documento/HEDGE_FUNDS.pdf?id=3925

En el contexto de una *freeze out*, la sociedad matriz del grupo *Henderson*, pretendía la absorción – *freezeout* y así dejar de cotizar- de la filial *Henderson Investment*, de la cual ostentaba el 73% del capital. La operación se llevaría a efecto siempre que no se opusieran el 10% de las acciones. Un *hedge fund* pretende bloquear dicha absorción, toma prestadas el número suficiente de acciones y vota no a la propuesta. Observando brókers e inversores que días anteriores a la Junta la actividad de préstamo de valores se incrementó extraordinariamente cuando había sido nula en los 7 meses previos, estimándose el valor del número de valores tomados en préstamo a 30m\$, siendo los prestamistas *pension funds* e inversores institucionales a *primer brokers*, que a su vez los prestaron a *hedge funds*. El día de la votación, inversores con una supuesta participación del 10% votaron en contra de la operación. Un

proxy fight para el control²⁷⁸. En definitiva, esta disociación consigue influir en los resultados de la votación, en el ámbito de la Junta general²⁷⁹, con menos exposición al riesgo por lo que no asume las consecuencias de sus acciones en su totalidad²⁸⁰.

La cara opuesta del *empty voting* aparece cuando es practicado por los *insiders*, como vía de protección del órgano de administración o al accionista de control²⁸¹. De igual modo, la propia sociedad *target* podría influenciar el voto usando la misma estrategia o

resultado sorpresivo pues los inversores institucionales habían comentado que votarían a favor de la operación, vid. SCANELL, *Swing votes*, Financial Times, 15 febrero 2006. En otro supuesto se ofrece la otra cara de la moneda, las consecuencias de no ejercer el recall a tiempo y quedarte sin la posibilidad de ejercer el derecho del voto el prestamista. En este sentido, Fidelity y Morgan Stanley tenían un 10% de las acciones de Telecom Italia su intención era oponerse a la OPA de Pirelli, pero solo tenían un 1% posible de voto debido a que no pudo ejercerse el recall a tiempo, finalmente la opa fue aprobada, vid. HU, H. T. C. y BLACK, B., “Debt, equity...”, *op. cit.*, p. 41.

²⁷⁸ “*Cleverness in vote buying may become central to proxy fight success*”: HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”, *op. cit.*, p. 830.

²⁷⁹ “*Influence the outcome of corporate votes*”: ALI, P., y RAMSAY, I.,: “Securities Lending, Empty Voting and Corporate Governance”, *CIFR Paper*, N° 023/2014.

²⁸⁰ MONGA, A. “Using derivatives...”, *op. cit.*, p. 187.

²⁸¹ En determinados casos, se aprovechaba la anterior regulación en EEUU sobre el voto discrecional del bróker, así en la sociedad *Disney*, que ejemplifica como el voto discrecional de los *brokers* puede alterar los resultados de los votos de una Junta general. En este caso se llevó a cabo una campaña para que el accionariado votara en contra de la elección del Consejero delegado. A pesar de que un 45% votaron en contra de la reelección, gracias a los votos discrecionales de los bróker se aprobó la reelección por un 55%. Este caso se ubica en un supuesto de *empty voting*, en particular, como un caso de *record date*, vid. Hu 2. Un supuesto similar aconteció en *CVS*, ante la reelección del CEO, hay una amplia oposición por parte del accionariado en contra de la reelección. Sin embargo, los resultados fueron a favor de la reelección del CEO por una mínima mayoría de 57.6% -donde 264 millones de votos fantasmas de los brokers decidieron la elección, debido a que los bróker tenían competencia para votar las acciones de sus clientes en el sentido que ellos quieran, pues la elección era del tipo de “*uncontested directors*”. Siendo común como fue este supuesto, que los bróker voten en línea con las propuestas del Consejo, ya que parten de la idea de que si los clientes estuvieran en contra se lo harían saber, vid. SCANELL, K., “How borrowed shares swing Company votes”, *Wall Street Journal*, 26 enero 2007.

Ya no en un contexto de voto de broker, sino en caso de que la entidad con la que se contrata el derivado, también tiene relación contractual con la sociedad en cuestión fue el caso en Canada de *Sears Canada* en la que se puso de manifiesto que la contravención de las swap market conventions puede dar lugar a situaciones de *empty voting*, como fue el caso particular de *Sears Canada* que dio lugar a situaciones de *empty voting*. Un *hedge fund* llevó a cabo un *equity swap* sobre acciones de *Sears Canada* con *Scotia Bank*, llegada la Junta general donde se debatía un *buyout*, dada la relación de *Scotia* con *Sears* como dealer manager, el *Hedge fund* le pedía que finalizara el swap para que pudiera votar en contra de la oferta, *Scotia* se negó, es más voto a favor de la oferta por lo que se convertía en un *empty voter* hasta el punto de negativo porque era un agente de *Sears*, así en: HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”, *op. cit.* p. 839; SARRA, J., “Equity Derivatives...”, *op. cit.*, p. 459. Julio 4-6, 2006 Hearing *Sears Canada*. Finalmente, la sociedad ha utilizado estructuras ESOP, como han sido los supuestos de *Polaroid*, *Dunkin Donuts*, *NCR* y *Quanta services* en EEUU, mientras que en Europa, *MacMillan* (UK), *UBS* (Suiza), *Gucci* (Países bajos) o *Mol* –vid. The economist, *An Oil Company Develops an Imaginative Takeover Defence*, Economist, Aug. 11, 2007, at 55. También se ha recurrido a las fundaciones en países nórdicos, como fue el caso *Arcelor* que pone acciones de su filial en una fundación danesa para hacer frente a la opa de *Mittal*: WALDIE, P.: “Arcelor Parks Dofasco in Dutch Foundation”; Move Seen as a Defence in Battle Against Rival *Mittal*’s Takeover Attempt, *Globe & Mail* (Can.), Apr. 5, 2006, at B1, available at Factiva, Doc. No. GLOB000020060405e2450003.

a través de intermediarios “amigos” de manera oculta²⁸², en este caso, recurriendo a la *hidden morphable ownership*. Así, la sociedad que pretende realizar una operación –por ejemplo, *freeze out* o *buyouts*- donde haya *hedge funds* activistas, puede recurrir a esta técnica para conseguir votos, aunque no se han detectado casos que lo confirmen²⁸³. En grupos de sociedades, la sociedad matriz puede utilizar los *swaps* con el fin de reducir el riesgo económico de la tenencia del control de las filiales, así como influenciar la toma de decisiones de la filial en favor de la matriz y en detrimento de la filial; no obstante, el nivel de cobertura dependerá de la estructura del capital de la sociedad, así como la eficiencia en el uso de *equity swaps* para influenciar la toma de decisiones²⁸⁴. Finalmente, la sociedad puede vender las acciones a personas relacionadas con la sociedad o crear un *employee stock ownership plan* (ESOP) que busca la participación del empleado en la sociedad en línea con los propósitos de la sociedad, que examinaremos posteriormente²⁸⁵.

En atención a los fines que se pretenden con estas nuevas formas de voto, se puede concluir que el *empty voting* persigue influir en la sociedad en la que invierte pero limitando el riesgo asociado a su posición. En el mismo sentido, a través de la *hidden morphable ownership* también se busca la capacidad para influir en la toma de decisiones, aunque en este caso se procede de manera oculta y soportando el riesgo de la inversión. En suma, podemos considerar estas tipologías de *decoupling* como una herramienta de gobierno corporativo de bajo coste.

3. El uso cualificado de los derivados equity y el préstamo de valores.

3. 1. Delimitación de la problemática.

A la vista de estas conclusiones anteriores en relación con los fines que se pretenden con las nuevas formas de voto, a continuación se concretarán los contratos que logran satisfacer estos fines. En este epígrafe no se pretende reiterar los elementos de los

²⁸² HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, *op. cit.*, p. 651. A través de vías indirectas no es necesario el disclosure.

²⁸³ SARRA, J., “Equity Derivatives...”, *op. cit.*, p. 1132; HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, *op. cit.*, p. 652.

²⁸⁴ En países con sociedades con estructuras de capital concentrando, los bancos e instituciones financieras se encuentran en las dos patas del swap, si bien han sido mitigado su impacto jurisprudencialmente. Así mismo, en sociedades familiares o dominadas, los swaps se utilizarán menos porque la sociedad tiene una sensibilidad hacia el largo plazo y la protección del trabajador, vid. SARRA, J., “Equity Derivatives...”, *op. cit.*, p. 1128.

²⁸⁵ LEPLAT, F. (Dir.), *op. cit.*, p. 30.

contratos relativos a los derivados *equity* o al préstamo de valores pues ese fue nuestro cometido en el primer capítulo, en el cual ya introducíamos el posible uso estratégico que podían tener. En este apartado, se concretará la posición en dichos contratos, bien compradora, vendedora, corta, larga, tomador o prestamista que consiguen desde la reducción hasta la neutralización del riesgo asociado a las acciones. A lo largo de la exposición, también se precisarán las combinaciones necesarias para conseguir un interés económico negativo, donde reside la peligrosidad de las estrategias²⁸⁶. En última instancia, se podrá advertir también que dependiendo de la parte del contrato que se examine, dada su naturaleza contrapuesta, detectaremos de una parte, un *empty voter* y en la otra un *hidden owner*.

3. 2. De la reducción a la sobre cobertura del riesgo.

A) Opción *put at the money*

El recurso a una opción *put at the money*²⁸⁷ permite que los incentivos del accionista difieran respecto de aquél que no ha optado por la ingeniería financiera. De una parte, al haberse asegurado la venta de la opción *put at the money*, la bajada en la cotización de los valores no afectará al accionista. Asimismo, y en el corto plazo, votará en contra de propuestas que incrementen el valor. Así, accionistas de control o minoritarios que cubran su posición mediante la compra de opciones *put* votarán propuestas que puedan reducir el valor de la compañía²⁸⁸. Del mismo modo, el accionista que tiene acciones y vende opciones *call* tiene limitado el beneficio al *premium* por lo que no tiene interés en aquellas decisiones que supongan beneficio para la sociedad; por todo ello, a corto plazo no votará a favor de aquellas propuestas que maximicen el interés social. Estos dos supuestos inducen a que el interés de estos inversores sea diferente al de los accionistas en general²⁸⁹. Por el contrario, cuando un inversor compra opciones *call*, perseguirá la maximización del beneficio de la sociedad, buscará volatilidad ya que cuanto mayor volatilidad haya mayor será el valor de la opción. En este mismo sentido, si el inversor vende opciones *put*, estará en contra de aquellos acuerdos que provoquen la bajada de

²⁸⁶ No es ilícito acudir a la cobertura del riesgo, el problema reside en la estrategia que se persigue con dicha cobertura, vid. MUÑOZ PÉREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, op. cit., p. 144.

²⁸⁷ Una opción *put at the money* equivale a que el *strike Price* está por debajo del precio de la acción.

²⁸⁸ PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., “Encumbered shares”, op. cit., p. 790.

²⁸⁹ Así se produjo en el caso *Coles Myer* en Australia, en que uno de sus accionistas ostentaba una posición de un 3%, pero adquirió otro 4% cubriendo dicha posición mediante opciones (short call, long put), vid. En este sentido, vid. “The New Vote Buying...”, op. cit., p. 829 y ALI, P., y RAMSAY, I.,: “Securities Lending...”, p. 26.

valor de las opciones, ya que al vender opciones *put* está vendiendo volatilidad, punto determinante del valor de una opción²⁹⁰.

B) Zero cost collars.

El subtipo *zero cost collars* se basa en el recurso a la compra de una opción *put* que otorga el derecho a vender la acción y, al mismo tiempo, se vende una opción *call* que da derecho a comprar una acción a un precio determinado. Gracias al recurso a *collars*, el inversor mantiene el derecho de voto pero el riesgo económico se ve reducido. La denominación *collar* obedece a que el precio de ejercicio de la *call option* es superior al precio de ejercicio de la opción *put*; si se le añade “zero” a *collar* implica que el *insider* no paga ninguna cantidad neta para iniciar el *collar* ya que lo ingresado por la venta de la opción *call* es equivalente al coste de la *put*²⁹¹. Generalmente, los *zero cost collars* son utilizados por los *insiders* para reducir el riesgo asociado a su participación en la sociedad, mitigando de este modo el impacto de la exposición económica a la sociedad. La peligrosidad de esta técnica reside en que al conocimiento que tienen como *insiders* de la sociedad, se le une la cobertura, lo que puede provocar que su influencia con riesgo limitado sea contraria al interés social²⁹².

C) Venta de futuros.

El recurso a futuros permite mantener el ejercicio de voto pero transmitiendo el riesgo económico de las acciones; es decir, el vendedor de un *forward* (accionista) negocia el precio de compra del mismo por lo que una vez acordado el contrato el “vendedor-*holder*” no resulta afectado por la fluctuación en la cotización²⁹³. En consecuencia, el inversor mantiene el ejercicio del voto pero ha transmitido el riesgo económico de las acciones²⁹⁴.

²⁹⁰ PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., “Encumbered shares”, *op. cit.*, p. 791.

²⁹¹ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”, *op. cit.*, p. 832, CUNNINGHAM, K.C., “Examination of judicial policy ...”, *op. cit.* p. 300.

²⁹² RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, *op. cit.* p. 9.

²⁹³ Así tb el caso *Liberty Corporation*, *vid. Supra* y CUNNINGHAM, K.C., “Examination of judicial policy ...”, p. 300.

²⁹⁴ Es ilustrativo un supuesto de *proxy fight* entre *UBS* y *Martin Ebner* en Suiza. *UBS* acordó contratos de futuros con dos grandes accionistas donde *UBS* compraría las acciones justo después de una Junta de accionistas-esta operación era como una recompra de acciones y con un préstamo a corto plazo de los vendedores de futuros –accionistas- a *UBS*, mientras que los votos permanecían con los accionistas, votando en favor de *UBS*, *vid. HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, op. cit., p. 646*. Por ejemplo, fue el recurso utilizado en el caso *Liberty Media*, donde el accionista *News Corp*, además de la compra de acciones, había contratado futuros cuya venta estaba pactada para tres años después, así parte de su interés económico estaba cubierto con el fin de lanzar una opa sin riesgo

3. 2. De la neutralización del riesgo a la sobre cobertura con traslación de derechos económicos.

A) Tomador de un préstamo de valores

En el préstamo de valores, se transfiere la propiedad de la acción al tomador sin exposición económica al riesgo²⁹⁵; esto es, el riesgo de mercado, el riesgo de la fluctuación del precio de la acción permanece en el prestamista, ya que una vez extinto el préstamo, este recibirá los valores. Por este motivo, se considera que el ejercicio del voto del prestatario es un voto con un riesgo económico limitado o inexistente²⁹⁶²⁹⁷, aunque también sucesivos préstamos unidos con *shortselling* pueden dar lugar a una sobre cobertura, es decir, a un *negative voting*²⁹⁸. El riesgo de propiedad se limita al

económico, vid. HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”, *op. cit.*, p. 831, nota a pie 43. En el mismo sentido, FARREL, M. “Why liberty halted its “forward pass”, disponible en: <http://www.multichannel.com/news/content/why-liberty-halted-its-forward-pass/368586>

²⁹⁵ CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “*op. cit.*”

²⁹⁶ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying ...”, *op. cit.*, pp. 815-816.

²⁹⁷ Entre los casos más relevantes destacan, el caso *British Land/ Laxey Partners*, donde el hedge fund, Laxey incrementó su poder de voto en la sociedad inglesa *British Land* mediante el recurso a préstamo de valores, la mayoría del accionariado consideraba que la estrategia de *Laxey Partners* suponía una vulneración del buen gobierno societario, vid. Hu, 2008 ; en este mismo sentido, durante el proceso fusión entre P&O Princess Cruises plc y Carnival Corporation, en concreto en la Junta extraordinaria celebrada por P&O para el acuerdo de la fusión se reveló el elevado número de operaciones de préstamo de valores de P&O induciendo a pensar que la votación realizada por los prestatarios pudiera no ser en favor de los accionistas a largo plazo de P&O, vid. RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, p. 12. Otros supuestos en los que se ha producido préstamo de valores han sido, el caso EXAR en el que el hedge fund, GWA Investments, recurre al préstamo de valores con el fin de alcanzar la posición necesaria para optar a un puesto en el consejo de administración, dado el recurso al préstamo, su posición no le reportaba beneficios pero tampoco le acarreaba pérdidas, vid. BRIGGS, T. W., “Corporate governance and the new hedge fund activism...”, p. 702. Mediante ventas en corto el hedge fund, Highfields, con el fin de cubrir su posición en MONY, sociedad que iba a ser absorbida por AXA, vid. BRAV, A., PARTNOY y J. F., THOMAS, R., “Hedge fund activism, corporate governance...”, p.1081. El recurso a posiciones cortas también se utilizó en el caso Deutsche Boerse donde, entre otros *hedge funds* , TCI, cubrieron su posición en el London Stock Exchange (sociedad *target*), mediante ventas en corto, mientras que en Deutsche Boerse (la sociedad que absorbería a LSE) tenían posición largas, defendían que la fusión no se llevara a cabo, por lo que las acciones de Deutsche Boerse, donde tenían una posición larga, subirían, mientras que en LSE iban a bajar, y se beneficiarían pues se encontraba en una posición corta, vid. HU, H. T. C. y BLACK, B., “The new vote buying...”, , p. HU, 844. En el caso Vivendi, el hedge fund, Sebastian Holdings, pretendía que se escindiera en partes Vivendi, pues la compañía tendría más valor, además de su posición infima, tomo acciones en préstamo para alcanzar una posición de influencia, vid. Les trafiquants de voix passent à l'action, http://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/les-trafiquants-de-voix-passent-a-l-action_1343524.html?pg=2

²⁹⁸ El préstamo de valores puede coadyuvar a generar el tipo de *empty voting* más nocivo, conocido como *negative voting*. En efecto, una vez tomado los valores en préstamo, si los vende-short selling- provocará una posición negativa; sin embargo, sin la capacidad de votar, mientras que con el recurso a derivados no pierdes el derecho de voto. Ahora bien, se puede subsanar del siguiente modo, un inversor toma en préstamo el 4.9% de acciones, vende dichas acciones, por lo que tendrá una posición corta sin ejercicio de voto. Vuelve a repetir la operación. Una vez que ha acumulado una posición negativa suficiente, puede tomar en préstamo de nuevo un bloque accionarial de 4.9% o 9.9% si el 13 G está disponible que no

tiempo en que se tengan las acciones²⁹⁹. El eventual impacto de los acuerdos tomados gracias al voto del prestatario repercutirá en la posición económica del prestamista. Asimismo, como tuvimos ocasión de examinar con anterioridad, en los contratos de préstamo se suele pactar que el prestamista recibe el equivalente en derechos económicos a lo largo de la vida del préstamo, como pueden ser los dividendos. En consecuencia, el préstamo de valores se puede incluir como técnica de disociación de la propiedad real y económica de la acción³⁰⁰.

B) Parte corta swap

En un *equity swap*, se pueden observar dos tipos de *decoupling*, en función de la parte del contrato que examinemos. Como se ha analizado, en un *total return swap*, cuyo activo subyacente sean acciones, se produce un intercambio de dos flujos de efectivo, buscando replicar la posición larga y corta de un inversor en una acción determinada³⁰¹. Mientras que la parte larga apuesta por la subida del precio de las acciones, la parte corta se inclina por su bajada³⁰²; por tanto, la parte corta paga la diferencia entre los flujos a la parte larga si el precio de las acciones sube y la parte larga realizará los pagos a la corta cuando baje el precio de la acción, así como también paga los interés

venderá, teniendo en cuenta los reajustes necesarios al final de mes para no tener que rellenar el 13 F. Sin embargo, a medida que se limite el número de acciones que puedan prestarse, la prima del préstamo subirá, en sentido, vid. COHEN, J., *op. cit.*, pp. 245 y 249.

²⁹⁹ El riesgo económico de la operación se encuentra delimitado a un periodo muy corto de tiempo, es decir, el tiempo que posee la acción, si bien, el riesgo puede ser eliminado si al préstamo en *record date capture* se le añade una operación de cobertura, vid. CUNNINGHAM, K. C., “Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments”, 64 *N.Y.U. Ann. Surv. Am. L.* 293, 2008, p. 300; en el mismo sentido, “*The risk of ownership for a day does not match the impact of the voting on those who hold the shares for longer*”, vid. FRANKEL, T., “The new financial assets: separating ownership from control”, 33, *Seattle University Law Review*, p. 940.

³⁰⁰ También fue considerado el préstamo de valores como una *legal encumbrance*, aquellos accionistas que se ven impedidos legalmente de votar las acciones “*A single share should result in only a single vote; thus, by loaning a share to the short, the original shareholder should have divested herself to vote, which would then belong to the person who bought the share from the short*”, en vid. PARTNOY, F., “Encumbered Shares”, p. 779. Las Instituciones corroboran el vaciamiento del voto mediante préstamo de valores, de una parte, la SEC, concept release on the u.s. *proxy system*, p. 143-144; de otra, 20 de los 29 participantes en la consulta sobre Empty voting de la Esma así lo distinguieron, vid. ESMA, *Call for evidence on Empty Voting- Feedback statement*, p.5; con anterioridad, también se había reflejado por el Parlamento Europeo el uso del préstamo de valores como técnica de Empty Voting, Parlamento Europeo, *The use of shareholder voting rights during the general assembly of Company shareholders*, IP/A/Econ/2008-32, 2009, p. 6. En España, también la CNMV lo ha manifestado en la misma línea, en este sentido, vid. LOSADA LOPEZ, R., “Activismo e ingeniería financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas y sus accionistas”, *CNMV-monografía*, 25, 2007, p. 18.

³⁰¹ DE NARDIS, E., S. y TONELLO, M., “Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests”, 2010, *Conference Board Director Note*.

³⁰² KETTUNEN, M., Y WOLF-GEORG, R. “Disclosure Regulation...”.

estipulados- generalmente, se referencia el contrato al Euribor o Libor -y las comisiones del swap³⁰³.

Un accionista, que a su vez se sitúe en la parte corta de un swap o *interest leg*, suele cubrir su posición en el contrato bien neutralizando el riesgo anudado a los activos subyacentes bien mediante el recurso al préstamo de valores³⁰⁴ o bien, comprará las acciones. Por lo tanto, puede ejercer el derecho de voto pero no se verá sometido al riesgo económico de la acción³⁰⁵. En aquellos casos extremos donde sobre cubra su posición mediante la compra de *equity swaps* por un valor superior a las acciones subyacentes, se crearía un interés negativo en la sociedad, situación que da lugar al voto negativo o *negative voting*³⁰⁶. Ello desencadenaría que el accionista puede actuar en contra de los intereses de la sociedad mediante la reducción del valor de las acciones, ya que las decisiones que le benefician son aquellas en las que se reduce el valor de la sociedad, dado su interés económico negativo en dicha sociedad³⁰⁷.

Además de la situación de *empty voting* creada, el recurso a *equity swaps* puede utilizarse como técnica para ocultar la propiedad de la acción o *hidden ownership*³⁰⁸. Como hemos analizado con anterioridad, la parte larga recibe los réditos económicos positivos y asume las pérdidas, su posición se asimila a la tenencia de acciones pero sin

³⁰³ ZETZSCHE, D. A., “Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law - Matter of Law or Enforcement?”, *EBOR*, Vol. 10, 2009, p. 120.

³⁰⁴ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, p. 642.

³⁰⁵ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”, p. 816

³⁰⁶ Como ejemplo paradigmático es el caso Perry-Mylan, un caso que se analizará in extenso (v. infra, en este capítulo y capítulo 4) tan sólo aquí subrayar que la estrategia del hedge fund Perry que era accionista de King. Se proyecta la fusión a través de la cual King iba a ser absorbida por Mylan. El anuncio de la fusión ni fue secundado por los accionistas de Mylan ni tampoco por el mercado pues se estimaba el sobre precio de la fusión. Como quiera que Perry sí estaba de acuerdo, adquiere acciones de Mylan pero a su vez contrata un equity swap, en el que se sitúa en la parte corta. Tanto la entidad que se situaba como parte larga del swap –que cubrió su posición con ventas en corto- como Perry, pues estaba protegido de la presumible bajada de cotización de las acciones de Mylan, por consiguiente, el voto de Mylan estaría protegido del eventual impacto en la cotización de la adopción de la fusión, es mas a mayor caída de cotización, mayor era el beneficio que obtendría. Además de que Perry, como accionista de King, también se vería beneficiado cuanto más pagase Mylan por adquirir King, vid. entre otros, analizando la estrategia, MONGA, A. “Using derivatives...”, p. 196; CUNNINGHAM, K.C., *op. cit.*, p. 298, COHEN, J., *op. cit.*, p. 238.

³⁰⁷ SARRA, J., “Equity Derivatives...”, *op. cit.*, p. 1127. Ante esta situación, parte de la doctrina establece que no deberían tener derecho de voto, “*empty voting is not a legitimate use of the franchise and should be banned*”: EDELMAN, P.; THOMAS, R. S., y THOMPSON, R. B.: “Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism”, *Southern California Law Review, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 246/2014; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 14-9*, p. 45. Otros consideran que debería no solo estar al interés de los socios sino también “*take into account the net impact of empty-voting transactions on aggregate firm wealth or social wealth*”: DOMBALAGIAN, O. H., “Can Borrowing Shares...”, p. 1273.

³⁰⁸ Vid. *infra*, capítulo 3 en relación a la explicación de participaciones significativas.

contar con él y permaneciendo oculta a la sociedad³⁰⁹. A la finalización del *swap*, si su liquidación es por entregas, recibirá las acciones referencias como activo subyacente³¹⁰, en ese momento, de la propiedad sintética pasa a ser el propietario real.

En última instancia, la *hidden ownership* a través de un *swap* puede transformarse en una *hidden morphable ownership*, en aquellos casos en que la parte corta, al tener neutralizado el riesgo, vote en el sentido que manifieste al parte larga³¹¹. Aunque el *master agreement* ISDA 2002, guarda silencio al respecto³¹², dado que los detalles intrínsecos del contrato de *swap* se recogen en las confirmaciones, resulta ser una “*swap market convention*” que la parte corta de un *equity swap* vote las acciones en el sentido que lo haría la parte larga, preservando así la reputación de la entidad financiera “*client orientation reputation*”, asegurándose así la fidelidad de la clientela para futuras operaciones³¹³. A su vez, la parte larga también tendrá la convicción de que, a la finalización del contrato, va a poder comprar al *dealer* las acciones que tendría que vender en el mercado a su terminación³¹⁴, o bien pueden cambiar el tipo de liquidación del contrato, es decir, de diferencias pasar a liquidarlo por entregas³¹⁵. En definitiva, se

³⁰⁹ CUIILLERIER, I., Y HALL, C., “CSX Corp. V. Children’s investment fund management (UK) LLP: Disclosure requirements in the context of total return swaps”, *The Journal on the Law of Investment & Risk Management Products*, v. 31, nº 11, 2011.

³¹⁰ Se ha de tener en cuenta que si la parte corta ha cubierto el riesgo de las acciones, a su vez con un préstamo de valores puede que la inmediatez que presumía no se materialice, vid. KETTUNEN, M., Y WOLF-GEORG, R. “Disclosure Regulation...”. Así mismo, ha de cambiarse a liquidación por entregar para que pueda comprar las acciones, en este sentido se pronuncia el Code Committee of UK Panel Takeovers and Mergers: “*It is frequently the expectation of a long swap equity holder that the derivatives dealer would ensure that the shares are available to be voted by its customer and/or sold the customer upon termination or expiration of the contractual relationship.*”

³¹¹ En este sentido a su vez, un caso sobre el tratamiento de sintético a físico del *hedging* o cobertura caso *Caiola*, vid. HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”. En contra, en ciertas ocasiones, la parte corta tendrá una política de no ejercer el derecho de voto de acciones en cobertura, vid. CUIILLERIER, I., Y HALL, C., “CSX Corp...”.

³¹² Es más resulta crítico con estas operaciones, considerando que la long party no le confiere derechos de voto, KETTUNEN, M., Y WOLF-GEORG, R. “Disclosure Regulation...”, *op. cit.*, p. 10.

³¹³ ZETZSCHE, D. A., “Continental AG vs. Schaeffler...”, *op. cit.*, p. 138 Así puede ampliarse el campo de clientes, generalmente Merrill Lynch y Deutsche Bank se asocian a conseguir largas operaciones de derivados.

³¹⁴ Aunque no le venda las acciones a la parte larga, no suelen mantener dicho activo en su cartera debido al carácter “*market neutral*” de la entidad financiera, en este sentido, vid. CONAC, P. H., “Cash-settled derivatives...”, *op. cit.*, p. 51.

³¹⁵ Siendo estrategia usual la compra de acciones por la parte corta, como fue en el caso, Así ocurrió con *Perry*, había sido socio significativo de *Rubicon*. Informa que deja de ser accionista significativo, al vender las acciones situarse por debajo del 5%, sin embargo, a su vez había acordado *equity swaps*, cogiendo la parte larga de los *equity swaps* que le daba un adicional de un 11%. La diferencia de la estrategia seguida por *Perry* en *Mylan* y *Rubicon* es la posición que toma en el *swap*, mientras que en *Mylan* era la parte corta de un *equity swap*, por lo que conseguía el voto pero no tenía exposición económica al riesgo; en cambio, en *Rubicon*, al ostentar la parte larga, tenía exposición económica pero no el derecho formal de voto, sin embargo si tenía voto “de facto” ya que podía finalizar el *swap* en

afirma que dada la posición de influencia de la parte larga sobre la corta, el *hidden owner* se convierte en un “*pseudo* accionista”³¹⁶. La diferencia con la tenencia directa es que se puede beneficiar de la subida del precio de las acciones o de su bajada, resultando mucho más barato que la compra de las acciones, si bien el efecto económico es el mismo que si tuviera las acciones³¹⁷, mientras que el derecho de voto sería informal, es decir una suerte de propiedad “informal” o “sintética”³¹⁸.

III. EL PERFIL TÍPICO DEL EMPTY VOTER.

1. El accionista influyente.

1.1. Nuevos accionistas y gobierno corporativo.

Como ya se ha señalado, uno de los factores que contribuyen a la proliferación del *empty voting* es la disponibilidad de la creación de los contratos OTC sobre acciones. De forma paralela al crecimiento del recuso al *decoupling* se produjo la aparición de nuevos inversores, como los *hedge funds*³¹⁹, que renuevan la estructura de las sociedades y han sido pioneros en el recurso a las técnicas de disociación del voto de la acción³²⁰ para desplegar su estrategia activista³²¹. Por esta razón, se estudia especialmente el *decoupling* llevado a cabo por los accionistas minoritarios que llegan a ejercer una influencia determinante. A su vez, los ordenamientos intentan promover la participación en la Junta general del accionariado al mismo tiempo que estos nuevos inversores recurren al *empty voting* lo que pone en tela de juicio la idoneidad de estas

cualquier momento y adquirir las acciones. Por el contrario, *Scotia Bank* no siguió las *market conventions* cuando el *hedge fund Sears Canada* lleva a cabo un contrato con dicha entidad –situándose ésta como parte corta del swap-, llegada la junta general, el *hedge funds* le pedía que finalizara el swap para que pudiera votar en contra de la oferta, *Scotia* se negó, es más voto a favor de la oferta por lo que se convertía en un *empty voter* hasta el punto de *negative* porque era un agente de *Sears* vid. HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”, *op. cit.*, p. 837 y 839. SARRA, J., “Equity Derivatives...”, *op. cit.*, p. 459.

³¹⁶ “If the bank holds the shares, the investor is during the life of the a quasi-shareholder, except that subject to the contractual agreement, he usually does not control the voting rights attached to the shares held by the bank”, vid. CONAC, P. H., “Cash-settled derivatives...”, p. 52.

³¹⁷ KETTUNEN, M., Y WOLF-GEORG, R. “Disclosure Regulation...”, *op. cit.*, p. 3

³¹⁸ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”, *op. cit.*, p. 817

³¹⁹ HU, H. T. C. y BLACK, B., “Hedge Funds, Insiders...”, *op. cit.*, p. 1014.

³²⁰ Del año 2004 al 2007, 13 de las 18 operaciones que se han captado en el estudio el “new vote buyer” era un *hedge fund*, vid. HU, H. T. C. y BLACK, B., “The new vote buying...”, p. 907., mientras que en la investigación realizada en el 2008 por los mismos autores, reveló que el 30% de los casos de *decoupling* eran *hedge funds*, vid. “Hedge funds, insiders...”, *op. cit.*, pp. 10-11.

³²¹ “There is money to be made from activism”, en palabras de KAHAN, M. y ROCK, E. B., “Hedge funds...”, *op. cit.*, p. ; en este mismo sentido, vid. BARRY, J., (et al), “Derivatives Markets...”, *op. cit.*, p. 19.

medidas. Por ello, es necesario elaborar un perfil del inversor que suele utilizar el *empty voting*.

En las sociedades cotizadas aparecen nuevos inversores que han variado el espectro de la tipología accionarial. En este sentido, EEUU siempre ha sido el ejemplo paradigmático de sociedades cotizadas cuyo capital es de carácter disperso. Sin embargo, en las últimas décadas se ha producido una reconcentración de la estructura de las sociedades, resultando predominante la inversión institucional³²², pues el capital se concentra en manos de los intermediarios financieros (los fondos de pensión o de mutuo), que son los titulares formales de las acciones que adquieren en virtud de sus beneficiarios³²³.

A su vez, el legislador norteamericano ha reforzado el poder de influencia del inversor institucional con ciertas medidas que pretendían la mejora del funcionamiento de la Junta en general, refiriéndonos con lo anterior tanto a la aparición del *proxy* electrónico como a la limitación del voto discrecional del bróker. Sin embargo, estas medidas, en vez de alzar la voz del inversor individual, han silenciado aún más su participación en la Junta de accionistas. El motivo reside en que resulta menos probable que sea el accionista individual el que emita instrucciones de voto que los inversores institucionales; por lo tanto, el legislador indirectamente ha reforzado la eventual influencia del inversor institucional en detrimento del accionista medio que mantiene su posición apática; como resultado, el voto del inversor institucional puede resultar clave para la adopción de acuerdos³²⁴.

En Europa, se ha seguido una misma política consistente en la incentivación del papel del inversor institucional como accionista donde, en particular, cobra especial relevancia

³²² Por ejemplo, en el año 2009 ostentaban el 50.6% de las acciones de las sociedades cotizadas, en concreto, el 73% en las sociedades cotizadas más grandes, vid. THE CONFERENCE BOARD: The Conference Board White Paper: What is the optimal balance in the relative roles of management, directors, and investors in the governance of public corporations?, marzo, 2014, pp. 9-10.

³²³ Ha sido distinguido a este tipo de intermediario del intermediario bróker, pues en este último caso el accionista en la mayoría de los casos, no sin ciertos obstáculos, como tendremos oportunidad de señalar, podrán ejercer el derecho de voto, *in extenso*: GILSON, R. J., y JEFFREY, N.,: “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, 2013; *ECGI - Law Working Paper* No. 197; *Columbia Law and Economics Working Paper* No. 438; *Rock Center for Corporate Governance* at Stanford University Working Paper No. 130, 2013, p. 876. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2206391>, p.876.

³²⁴ THE CONFERENCE BOARD: The Conference Board White Paper: What is the optimal balance...”, p. 11.

la aprobación del *Stewardship Code* en Reino Unido en el año 2012, pues se trata de un código de *soft law*, a modo de código de buen gobierno de los inversores institucionales en los que se requiere que cumplan o expliquen sus principios. En concreto, el principio sexto exige a los inversores institucionales que ejerzan los derechos de voto de las acciones que tienen en sus carteras de inversión³²⁵. Aunque el cumplimiento del código no ha arrojado resultados esperanzadores³²⁶, le han seguido otros Códigos que se asemejan al británico. No obstante, la exigibilidad de estas medidas puede cambiar en caso de que se adopte la propuesta de modificación de la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas³²⁷ que tendremos oportunidad de analizar posteriormente³²⁸.

En España, en la misma línea que la OCDE³²⁹, el anexo II I Código Unificado de Buen Gobierno ya recomendaba a las instituciones de inversión colectiva que ejercitasen los

³²⁵ *Principle 6, Stewardship Code, UK: Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. Guidance: Institutional investors should seek to vote all shares held. They should not automatically support the board. If they have been unable to reach a satisfactory outcome through active dialogue then they should register an abstention or vote against the resolution. In both instances, it is good practice to inform the company in advance of their intention and the reasons why. Institutional investors should disclose publicly voting records. Institutional investors should disclose the use made, if any, of proxy voting or other voting advisory services. They should describe the scope of such services, identify the providers and disclose the extent to which they follow, rely upon or use recommendations made by such services. Institutional investors should disclose their approach to stock lending and recalling lent stock.*

³²⁶ Ha sido criticado en CHEFFINS, B. R., “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*, No. 28, 2011, p.41, que sólo se aplica a inversores institucionales británicos, cuando la mayor parte de la inversión institucional es extranjera, en este sentido: *The fact the Stewardship Code focuses primarily on UK-based asset managers and on ‘mainstream’ domestic institutional investors who own less than one-third of the shares in UK quoted companies suggests adoption of the Stewardship Code is unlikely to have a transformative impact on corporate governance*). Además, alerta que la inacción del inversor institucional con anterioridad de la crisis venía motivado por su objetivo de obtener mayores beneficios y presionaban a las entidades financieras para la obtención de mayores beneficios y mayores *share buy backs*, *Ibid.* p. 43. A su vez, SONDERGAARD BIRKMOSE, H., “European challenges for institutional investor engagement”, *EBOR*, 2, 2014, p. 257 señala el hecho de que aumentar el “engagement” de los inversores institucionales ha de venir de la mano de un cambio en la cultura y en el comportamiento de estos inversores, principalmente en la Unión Europea donde su implicación ha sido más teórica que práctica.

³²⁷ Se encuentra en fase de aprobación, se ha aprobado la resolución legislativa constituyen la posición del Parlamento en primera lectura, el 14 de marzo de 2017, European Parliament legislative resolution of 14 March 2017 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD)) (Ordinary legislative procedure: first reading)

³²⁸ v. *infra*, capítulo 4.

³²⁹ En efecto, entre los principios de gobierno corporativo de la OCDE, el tercero de ellos hace referencia al tratamiento equitativo de los accionistas. En concreto, en su letra f se indica la necesidad de facilitar el ejercicio del derecho al voto a todos los accionistas. Su punto primero, se dirige a los inversores institucionales, estableciendo el deber de ejercitar el voto por éstos al estar intrínsecamente ligado al valor de la inversión que realizan por cuenta de sus clientes. Consecuentemente, aquellos inversores que no

derechos políticos asociados a las acciones, informando a los partícipes de los fondos³³⁰. Posteriormente, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva vino a instaurar, en su art.46.1.D, el deber legal de las sociedades gestoras de ejercitar los derechos inherentes a los valores integrados en los fondos que éstas gestionan y administran. La justificación de este deber puede encontrarse en la relación fiduciaria³³¹ que ostentan sobre la inversión del fondo que les obliga a un ejercicio activo de los derechos anudados a esos valores en exclusivo beneficio de los partícipes del fondo³³². Precisamente, el art.115, letra i del RIIC requiere el ejercicio, con especial atención al derecho de asistencia y voto en las Juntas generales, de todos los derechos políticos inherentes a los valores integrados en los fondos que aquella gestione. Este deber se circunscribe a los supuestos en los que el emisor sea una sociedad española, la participación de los fondos en la sociedad sea superior a doce meses y constituya al menos, el 1% del capital de la sociedad participada, salvo que existan motivos justificados y debidamente indicados en el informe anual. Además, el ejercicio de voto se realizará en consonancia con una política del voto previamente diseñada³³³.

ejerciten los derechos asociados a la propiedad de la acción, deberán informar de tal circunstancia a los partícipes ya que puede acarrear una pérdida de valor para el inversor.

³³⁰ A contrario que el Informe Winter que desaconsejaba la obligatoriedad del voto, ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A., “La posición del socio de las Instituciones de Inversión Colectiva. En particular, la obligación de información sobre políticas de inversión y voto”, en RODRIGUEZ ARTIGAS, F et al., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, Tomo II, Ed. Thomson/Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pg. 1275.

³³¹ En cuanto a la naturaleza de la titularidad de la sociedad gestora, se defiende que la LIIC otorga a las sociedades gestoras una titularidad fiduciaria para, como indica el art.3 LIIC poder ejercer facultades de dominio sin ser propietaria, por TAPIA HERMIDA, A.J., “El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondos de inversión y fondos de pensiones”, en *Gobierno Corporativo y crisis empresariales. II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil*, Madrid, 2006, pg10. Otros definen dicha relación sociedad gestora-inversor, como “mandataria necesaria” en DAMBORENEA AGORRIA, I., La estructura jurídica de los fondos de inversión, *RDBB*, Año nº 28, Nº 113, 2009, pg.86. Sintetizando la discusión doctrinal entre mandato o relación fiduciaria se puede consultar en MADRID PARRA, A., La especial propiedad del patrimonio de los fondos de inversión y de titulización, *RMV*, nº6, 2010, pg.26, sin embargo, posicionándose en favor de la propiedad fiduciaria cuya base se encuentra en la LIIC, pg.43.

³³² 115.1.B RIIC: Ejercer todos los derechos inherentes a los valores integrados en el fondo, en exclusivo beneficio de los partícipes.

³³³ Si bien se establecen limitaciones, al respecto, i) En cuanto a la obligación establecida en el artículo 46.1.d) de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, la SGIIC estará obligada a ejercer, con especial atención al derecho de asistencia y voto en las Juntas generales, todos los derechos políticos inherentes a los valores integrados en los fondos y sociedades que aquella gestione, salvo que en los contratos de gestión en el caso de las sociedades, éstas se reserven el ejercicio de los derechos de voto. La obligación anterior será de aplicación siempre que el emisor sea una sociedad española y que la participación conjunta de los fondos o sociedades gestionados por la SGIIC en la sociedad tuviera una antigüedad superior a doce meses y siempre que dicha participación represente, al menos, el 1 por ciento del capital de la sociedad participada. Lo anterior se aplicará salvo que existan motivos que justifiquen el no ejercicio de tales derechos y se informe de ello en el correspondiente informe anual. Las sociedades gestoras y las sociedades de inversión cuya gestión no esté encomendada a una sociedad gestora, dispondrán de una política en relación al ejercicio de los derechos de voto, que deberá incorporar estrategias idóneas y

Desde esta perspectiva, se desprende que los esfuerzos desde los diferentes ordenamientos por incentivar la participación del inversor institucional parecen no haber obtenido los resultados esperados. La razón fundamental es que incentivar la proactividad de este tipo de fondos no encaja con las características intrínsecas de los inversores institucionales tradicionales, cuyo objetivo esencial es la búsqueda de un rendimiento superior del fondo para mejorar las inversiones de los partícipes de los fondos. Dada la competencia entre los fondos de inversión, los gestores se concentran en el rendimiento relativo del fondo, desechando la posibilidad de tomar una posición activa en la sociedad, pues ello implicaría un gasto de tiempo y dinero para la detección aquellas propuestas que maximicen el interés social mientras que tampoco cuentan con la experiencia para ello. En consecuencia, los inversores institucionales ni fueron creados para solucionar los problemas de gobierno corporativo que pueden acontecer en las sociedades en las que invierten, ni tampoco pueden ejercer el control de las sociedad, porque carecen del personal adecuado para dicha función, lo que implicaría que el inversor institucional asumiera actividades contrarias al objeto social o al fin del patrimonio al que está afecto³³⁴.

A la vista de los argumentos expuestos, se refleja cómo la inversión institucional tradicional puede resultar un problema adicional de gobierno corporativo, pues no utilizarán su posición para mejorar la gobernanza de las sociedades en las que invierten³³⁵. Los inversores buscan mejorar en todo momento la rentabilidad de la inversión depositada por los beneficiarios, desechando los beneficios privados del control. Sea como fuere, los inversores institucionales tampoco se pueden categorizar como accionistas aquejados de una pasividad racional, sino, más bien, son accionistas

efectivas para determinar en beneficio exclusivo de las IIC el momento y la forma en que hayan de ejercerse los derechos de voto adscritos a los instrumentos incluidos en las carteras gestionadas.

Estas estrategias establecerán las medidas y procedimientos necesarios para:

- 1.º Efectuar el seguimiento de los hechos empresariales que sean pertinentes.
- 2.º Garantizar que el ejercicio de los derechos de voto se adecue a los objetivos y a la política de inversión de las IIC consideradas.
- 3.º Prevenir y, en su caso, gestionar cualquier conflicto de interés derivado del ejercicio de los derechos de voto.

Las sociedades gestoras y, en su caso, las sociedades de inversión deberán dejar constancia en el correspondiente informe anual de un resumen de su política en relación con el ejercicio de los derechos políticos inherentes a todos los valores integrados en el conjunto de IIC que aquéllas gestionen. Asimismo informarán del sentido favorable o no del ejercicio de los derechos de voto o bien del no ejercicio de los mismos.

³³⁴ GARRIDO, J. Mª., *La distribución y el control del poder...*, pp. 273-275.

³³⁵ *Ibid.*, p. 243.

racionalmente reticentes al ejercicio de los derechos como socio, pues para ellos el voto no tiene mucho valor ya que su ejercicio proactivo no le supondrá una mejora en el rendimiento relativo del fondo³³⁶.

Ante este nuevo escenario, caracterizado por un accionariado concentrado tendente a la reacción más que a la acción, aparece otro inversor que va a tener un papel protagonista en nuestro objeto de estudio, el inversor activista, siendo el ejemplo más significativo, el *hedge fund*³³⁷. Este tipo de fondos parecen venir a suplir la carestía en la gobernanza de los accionistas dispersos y reticentes mediante la realización de dos tipos de acciones; de un lado, realizan un activismo en el marco del gobierno corporativo de las sociedades en las que invierte y, de otro, en ocasiones, se postulan hacia el control corporativo³³⁸. Además de la expresión activista, también han sido denominados como “*corporate influencers*” o “*confrontational entrepreneurial activism*”; es decir, todo inversor que adquiere una participación significativa que le permite influenciar proactivamente a la sociedad³³⁹.

³³⁶ GILSON, R. J., y JEFFREY, N.,: “The Agency Costs of Agency Capitalism...”, *op. cit.*, pp. 885- 889

³³⁷ Respecto a la estrategia del *hedge fund* activista presenta un gran dinamismo a la hora de gestionar el capital depositado por los partícipes del fondo. Una de las estrategias adoptadas por los *hedge funds* se denomina arbitraje event driven o dirigido por acontecimientos. Se basa en el seguimiento que hacen los *hedge funds* de las empresas y cuyo conocimiento les permite proceder a la compra de acciones anticipando futuras operaciones societarias de envergadura para así beneficiarse del arbitraje o distorsión que se produce en los precios, si llegan a materializarse las operaciones que pronosticaron. A su vez, la estrategia se subdivide en una primera modalidad, denominada *risk arbitrage*, que consiste en beneficiarse de la disparidad en el valor de las acciones de las sociedades en proceso de fusión durante el lapso de tiempo entre el anuncio de la fusión hasta su aprobación. Cuando el propósito del *hedge fund* es la captación de empresas en crisis, adquiriendo acciones infravaloradas, para, posteriormente, beneficiarse de los efectos de la reestructuración empresarial en el precio de las acciones, se está aplicando una segunda modalidad de arbitraje, llamada distressed securities. De la combinación de las dos modalidades anteriores resulta una tercera modalidad, conocida como activismo. Esta última técnica se basa en la participación activa de los *hedge funds* en el gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten. Un amplio estudio sobre el arbitraje event driven y otras técnicas inversoras, vid. STOWEL, D.P., “Hedge funds investment strategies”, en *An Introduction to Investment Banks, Hedge funds, and Private Equity. The New Paradigm*, Elsevier, pp.219-239 y GUTIERREZ DE CABIEDES, J. M., “Las llamadas técnicas de “gestión alternativa”, en Rico Arévalo, B (Dir.) *Régimen jurídico y económico de los “hedge funds”*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pp. 327 y ss.

³³⁸ ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance” en *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, 2015, (en prensa), version consultada disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2512303>, p. 220; KAHAN, M. y ROCK, E. B., “Hedge funds in corporate governance and corporate control”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, p. 1069: “*Hedge fund activism represents a blurring of the line between risk arbitrage and battles over corporate strategy and control*”; OCDE., *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance. A synthesis of research about private equity firms and activist hedge funds*, 2007, p.18.

³³⁹ Un “*confrontational entrepreneurial activism*” para KLEIN y ZUR, “Entrepreneurial shareholder activism”, p. 225 es aquel accionista que tenga que rellenar un 13 D al adquirir una posición de 5% o más en la sociedad, y que establece específicamente en el *filling purpose* que su intención es influenciar proactivamente las futuras decisiones de los administradores.

Estos activistas, que persiguen ejercer una influencia en la sociedad en la que invierten, adoptan una posición de tipo ofensivo, a diferencia del inversor institucional tradicional, cuya posición es de tipo reactivo. Con el fin de desplegar su estrategia activo-ofensiva, tendrán que adquirir una participación de carácter significativo, que les dé opción al ejercicio de los derechos de minoría para poder presionar y que haya cambios en la sociedad. El inversor activista, por regla general, no busca alcanzar el control de la sociedad; sus objetivos no se encuentran en el mercado de control societario, sino que estamos ante un inversor que opera generalmente en el mercado de influencia societaria, aunque puede haber un cambio de objetivos estratégicos, pasando el activista a perseguir el control de la sociedad. se ha asociado a los *hedge funds* el recurso a técnicas de *empty voting*; en particular, como técnica de despliegue de su estrategia activista mediante el recurso de técnicas de cobertura para reducir el riesgo de la acción como método para influenciar en las sociedades en las que invierte³⁴⁰. Como se ha señalado, los *hedge funds*, como cualquier inversor que recurra al *empty voting*, puede utilizar los beneficios de la cobertura del riesgo económico de manera oportunista; es decir, utilizar el voto para adoptar acuerdos que no benefician a los accionistas en general³⁴¹; en cambio, sí beneficiarían los partícipes del fondo porque se benefician del voto oportunista del *hedge fund* por lo que no estaríamos ante conflicto principal-agente³⁴². Ahora bien, algunos estudios³⁴³ ponen de manifiesto que, dentro de la estrategia activista del *hedge fund*, el recurso al *empty voting* no es predominante, siendo de carácter esporádico ocasional, por lo que el “lado oscuro” de los *hedge funds* no se manifiesta³⁴⁴. Es más, defienden que es una técnica opuesta a las utilizadas en

³⁴⁰ KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot...”, p. 1504.

³⁴¹ En EEUU, vid. KAHAN, M y ROCK, E. B., “The Hanging Chads...”, p. 1076; en Europa, NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, p. 226, considera que el *empty voting* es un problema para la concepción del activismo como un mecanismo de gobierno corporativo, señala que ha sido utilizado, en particular, por los *hedge funds*, consiguiendo acumular poder de voto en exceso de su interés económico, y manipular los resultados de las votaciones para generar “trading gains”.

³⁴² Nuevamente se observa como el *empty voting* supone un tipo de voto que no “maximiza el valor de la compañía por lo que es una amenaza a la justificación por la que un accionista vota, es decir un único interés de que se incremente el precio de la acción, vid. THOMSON, R. B/ EDELMAN, P. H., “Corporate Voting”, p. 46.

³⁴³ BRIGGS, T. W., “Corporate governance and the new hedge fund activism...”, op. cit.

³⁴⁴ CHEFFINS, B. R; ARMOUR, J., “Past, Present, and Future of Shareholder Activism...”, p. pgs. 27-28; mientras que BRIGGS, T. W., “Corporate governance and the new hedge fund activism...”, op. cit, solo ha detectado seis operaciones cuestionables. Tres de las cuales el *hedge fund* activista tenía una posición en la contraparte de una fusión: ESL en Sears era largo y apoyo la fusión, Icahn era corto y se opuso, Deephaven en MCI era corto y también se opuso, mientras que completamente cubierto en Exar, Ichan en Time Warner y wendiy. Mientras que en otro estudio por KATELOUZOU, D., “Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence”, *Virginia Law & Business Review*, nº. 7, 2013, pp. 29-32, se concluye que el *empty voting* no es una práctica común para *hedge funds* activistas, tienden a recurrir al hidden ownership. De las 432 campañas activistas que estudió solo 17

activismo ofensivo típico de los *hedge funds* activistas. En efecto, un inversor que recurre a un activismo ofensivo anticipa la mejora en los beneficios del accionista lo que ocurre una vez que él compra acciones de la compañía *target*. Por consiguiente, para que el *hedge fund* se pueda beneficiar de los resultados de la sociedad, han de tener exposición al riesgo económico. Si recurren al *empty voting*, es decir, obtención del ejercicio del voto sin interés económico, entonces no les resultará interesante, por lo que lo que perseguirán es tener más propiedad económica que exceda de sus derechos de voto, en definitiva, recurrían al *hidden ownership*³⁴⁵. Sea como fuere, consideramos que, aunque puede que dentro del despliegue activista del *hedge fund*, el *empty voting* no sea mayoritariamente utilizado; si se analizan las estrategias de *empty voting* en virtud del inversor que la utiliza, predomina el *hedge fund* respecto a otro tipo de inversores. Desde esta perspectiva, la doctrina ha prestado especial atención a la distorsión de incentivos del *hedge fund* que generan el conflicto de interés que surge en el ejercicio del *empty voting*³⁴⁶, en concreto, en el contexto de operaciones de modificación estructural³⁴⁷.

En definitiva, desde un punto de vista teórico la frontera entre ejercer influencia y alcanzar el control resulta difusa, aunque en la práctica las diferencias en las estrategias son determinantes pues mientras que, por ejemplo, los *private equity* adquieren una posición de control y adoptan una posición en la sociedad “*hands on role*” por lo que la inversión en dicha sociedad es grande; por el contrario, los inversores activistas (entre ellos los *hedge funds*) no llegan tan lejos, conformándose con una posición de carácter minoritario, sin invertir un capital tal que implique una posición de control³⁴⁸.

campañas recurrieron al *decoupling*, en concreto, de esas 17, solo hay 4 situaciones de *empty voting*, dos en las M&A (TCI/Atticus-Deutsche Boerse y el caso Polygon-Telent. En concreto, las otras dos recurrieron al préstamo de valores, el *hedge fund* Laxey Partners en los casos British Land e Iplenia.

³⁴⁵ CHEFFINS, B. R., “Hedge Fund Activism Canadian Style”, op. cit., pp. 18-19: “Having votes devoid of an economic interest will correspondingly be little interest to them. Indeed, to the extent that a *decoupling* of the economic return on shares from the corresponding voting power will be attractive to *hedge funds* engaging in offensive shareholder activism, they will want economic ownership that exceeds their formal voting rights and results in “hidden” ownership”.

³⁴⁶ En EEUU, vid. ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, en Europa, ZANONI, A., “Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective”, *Global Jurist*, Vol. 9, No. 4, 2009

³⁴⁷ Entre otros casos, como ya se han citado, vid. *supra*. en M-Flex, US Global Investors, Henderson, British Land, Sears Canada, Mony Group, Exar, Telent, Arcelor, Deutsche Boerse, Polygon o citadel.

³⁴⁸ CHEFFINS, B. R., “The Stewardship...”, pp. 12-14.

Las características intrínsecas de los *hedge funds* han posibilitado en gran medida la puesta en práctica del activismo, resultando así su adopción menos gravosa que para otros inversores institucionales³⁴⁹. En primer lugar, la laxitud legislativa que ha rodeado este tipo de fondos ha propiciado una flexibilidad inversora ausente en los fondos tradicionales sometidos al mandato legal de la diversificación de la inversión³⁵⁰. Dado que estos fondos no están sometidos a estrictos niveles de apalancamiento, ha permitido que no sólo se nutran del capital inversor, sino que opten por recurrir a financiación externa para reforzar su posición en las sociedades en las que invierten³⁵¹. Es más, tienden a recurrir al uso de derivados y al préstamo de acciones para alcanzar una posición de influencia sin exposición económica en dicha sociedad, consiguiendo así evadir el efecto llamada a otros inversores y el deber de comunicación de participaciones significativas³⁵². Finalmente, el sistema de retribución de los gestores³⁵³ encargados de la proyección, incide en el enfoque cortoplacista de su estrategia. Desde el momento que la remuneración de los gestores de *hedge funds* está correlacionada con los activos invertidos, la actitud de los gestores en las sociedades en las que invierten tenderá a ser más activa que aquellos fondos donde la remuneración de sus gestores no depende de los resultados de las sociedades participadas³⁵⁴. En efecto, los gestores de *hedge funds* suelen obtener una comisión de aproximadamente el 20% que varía en función de los resultados obtenidos anualmente³⁵⁵; por consiguiente, la *performance* anual de los activos que constituyen la cartera de inversiones del fondo es clave para

³⁴⁹ YERMACK, D., “Shareholder voting and corporate governance”, *Annu. Rev.Financ.Econ.*, 2010, pp. 2:2.1-2.23.

³⁵⁰ En España, el art.50, del R.D 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva- en adelante, RLIIC- desarrolla el principio de diversificación del riesgo, limitando la inversión en un mismo emisor, por regla general, en un 5% del patrimonio de la IIC.

³⁵¹ EL art.73, 1) RLIIC- establece que el límite de endeudamiento no podrá superar en cinco veces el valor de su patrimonio.

³⁵² La Comisión Europea ha considerado que a pesar de que determinados *hedge funds* recurren a estas prácticas también están abiertas a otros actores por lo que, en el caso de existir un vacío legal respecto de estas prácticas, habría de centrarse su regulación en las técnicas utilizadas y no en determinados actores como pueden ser los *hedge funds* , *vid.* COMISIÓN EUROPEA, *Impact Assessment accompanying the Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC*, SEC(2009) 576, p. 22.

³⁵³ WOOLLEY, P., “Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy?” en *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010, p. 134.

³⁵⁴ ENGRACIA ANTUNES, J., “Fondos de inversión libre y derecho de sociedades”, *RDBB*, Año 2009, Año nº 28, Número 113, y bibliografía citada, p. 40.

³⁵⁵ Contrasta con los incentivos de los fondos tradicionales que varían entre un 2 o 3%, en este sentido OCDE, *The Implications of Alternative Investment Vehicles...*, p. 31.

entender el comportamiento de los gestores de *hedge funds*³⁵⁶. Como resultado, el tiempo de permanencia de los *hedge funds* en las sociedades en las que invierten es muy reducido³⁵⁷, lo que ha contribuido a que disminuya el tiempo medio de permanencia de un inversor en una sociedad³⁵⁸, agravando a su vez la falta de implicación del inversor en las sociedades en las que invierten³⁵⁹.

Si comparamos la estrategia activista emprendida por un *hedge fund* con la realizada por un inversor institucional tradicional, se observa que la nota discordante surge especialmente en el modelo de negocio³⁶⁰, lo que nos permite afirmar que el activismo de los *hedge funds* es ofensivo³⁶¹, por cuanto que es estratégico y opera *ex ante*³⁶². En otros términos, el *hedge fund* realiza un estudio previo para determinar si la sociedad puede beneficiarse de su técnica activista, lo que acontece en aquellas sociedades cuya pobre gestión impide la maximización del beneficio; una vez localizada la sociedad *target*, el *hedge fund* persigue alcanzar una posición de influencia en la misma para promover un cambio hacia la mejora de los resultados de la sociedad, ya que como se ha indicado por algunos autores³⁶³, cuanto mayor sea su posicionamiento en una sociedad, su participación tenderá a ser más activa e influyente. Esta estrategia se encuentra en una clara contraposición con la actuación de otros inversores institucionales, cuyo proceder es *ex post* pues optan por una postura reactiva, tal como vimos anteriormente,

³⁵⁶ La AIFM ha intentado poner coto a la disparidad entre la remuneración orientada a los resultados a corto plazo y las características del fondo. Entre los “Principios sobre la política remunerativa” recogidos en el Anexo II, el principio h constituye la vía para diluir el cortoplacismo al que están asociados los gestores de estos fondos. Por tanto, la evaluación de los resultados será realizada plurianualmente, adecuándose así al ciclo de vida del fondo y a los riesgos de su inversión.

³⁵⁷ En EEUU, la media de duración de la inversión de un *hedge fund* en una sociedad es de 266 días según el estudio realizado por BRAV, A., JIANG, W. y KIM, H., ‘Hedge fund activism: A Review’, *Foundations and trends in Finance*, 4 (3), 185-246, 2009; sin embargo, en Europa, el tiempo de permanencia en una sociedad alcanza los 621 días, consultado en BECHT, M.; FRANK, J., GRANT, J., “Hedge fund activism in Europe”, *EGCI-Financial working paper*, 283, 2010, p. 20.

³⁵⁸ OCDE, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing, 2011, p. 12.

³⁵⁹ La Comisión considera que los incentivos a corto plazo en los contratos de gestión de activos pueden contribuir de manera significativa a la adopción de planteamientos a corto plazo, lo cual probablemente incide en la apatía de los accionistas, *vid.* COMISIÓN EUROPEA, *Libro verde: La normativa de gobierno corporativo de la UE*, Bruselas, 5.4.2011 COM(2011) 164 final.

³⁶⁰ ROCK, E. B., “Institutional Investors...”, p. 20; DAVIES, P. L., “Shareholders in the United Kingdom”, *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper*, N°280, 2015, p. 22.

³⁶¹ CHEFFINS, B. R.; ARMOUR, J., “Past, Present, and Future of Shareholder Activism by *Hedge funds*”, 37 *J. Corp. L.* 51, 2011-2012, pp. 56 y ss.

³⁶² KAHAN, M., ROCK, E.B., “Hedge funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, 2007, 1069.

³⁶³ RONCERO SANCHEZ, A., “Los inversores institucionales y el denominado “Gobierno Corporativo””, en ESTEBAN VELASCO, G.(Coord.) *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, Marcial Pons, p. 678.

es decir, que su eventual participación activa tendrá lugar en aquellos supuestos donde la mala gestión de la compañía les obligue a ello³⁶⁴ en cuyo caso o bien no hacen nada o deciden abandonar la sociedad “*Wall Street walk*”³⁶⁵.

1. 2. La puesta en práctica de la estrategia: el fortalecimiento a través de alianzas.

El despliegue de la estrategia activista ejercitada por los *hedge funds*³⁶⁶ se basa en la adquisición de una posición accionarial relevante con el fin de ejercer cierta influencia en la toma de decisiones en la sociedad.

En un primer nivel actúan indirectamente³⁶⁷, es decir, establecen contacto con el órgano de administración de manera privada³⁶⁸, sugiriéndole la puesta en marcha de determinadas medidas para incrementar el valor accionarial, tales como la reducción de costes, el reparto de mayores dividendos o la emisión de obligaciones³⁶⁹. Si el diálogo con el Consejo no ha resultado fructífero, al no satisfacer los requerimientos del *hedge fund* activista³⁷⁰, emprenden una postura activista cuya agresividad aumenta gradualmente³⁷¹, comprendiendo la realización de campañas de desprestigio público sobre el Consejo de Administración, buscando alianzas con otros accionistas y con otros inversores institucionales, e incluso amenazan con interponer acciones de responsabilidad contra los administradores o con conseguir un puesto en el Consejo.

Como técnica complementaria para llevar a cabo su estrategia de *stake building*, se ha evidenciado como, en determinados casos, pueden recurrir a técnicas de *decoupling*. De

³⁶⁴ CHEFFINS, B. R; ARMOUR, J., “Past, Present, and Future of Shareholder Activism...”, *op. cit.*, p. 8.

³⁶⁵ ROCK, E. B., “Institutional Investors...”, *op. cit.*, p. 20.

³⁶⁶ Sobre la intervención de los inversores institucionales, en general, *vid. por todos*, TRIAS SAGNIER, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, McGraw Hill, 1998; GARRIDO, J. M^a., *La distribución y el control del poder*, *op. cit.*, .

³⁶⁷ El 47.9% de la estrategia activista de los *hedge funds* se centralizó en comunicaciones con el Consejo de Administración, desechando técnicas más agresivas, en este sentido, BRAV, A., JIAN, W., KIM, H., “Hedge Fund Activism” en *Research handbook on hedge funds , private equity and alternative investments*, ed. Edward Elgar, 2012, tabla 1, p. 5.

³⁶⁸ OCDE. *The Implications of Alternative...*, *op. cit.*, p. 42 y ss.

³⁶⁹ STOWEL, D. P., “Hedge funds investment ...”, *op. cit.*, p. 229.

³⁷⁰ FICHTNER, J. y NÖLKE, A., “Activist Hedge funds and the Financialization of 'Rhenish' Capitalism”, presentado en *The annual meeting of the SASE Annual Conference, Sciences Po, Paris*, 2012-06-20 disponible en: http://www.allacademic.com/meta/p371067_index.html

³⁷¹ Acerca de la clasificación de las técnicas activistas en atención al nivel de hostilidad, *vid.* BRAV, A., PARTNOY y J. F., THOMAS, R., “Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance”, *Journal of Finance*, 63 (4), pp. 1729-1775.

un lado, recurren al *hidden ownership*³⁷² en el momento en que el ataque hostil del *hedge fund* llega a su culmen, es decir, cuando ponen en práctica sus amenazas, al pretender alcanzar una posición de control en la Junta, llegando incluso a la toma de control de la sociedad. El recurso a las técnicas de *decoupling* les permite alcanzar una posición de control sin exposición económica en dicha sociedad, consiguiendo así evadir el efecto llamada a otros inversores y el deber de comunicación de participaciones significativas³⁷³. De otro, con el fin de cumplir sus objetivos financieros, la posición de influencia de los *hedge funds* en la sociedad anudada a la cobertura del riesgo económico de su participación a través del *empty voting* les posibilita obtener beneficios privados que no tiene que compartir con el resto del accionariado³⁷⁴. Es decir, gracias a la cobertura de riesgos, el *empty voting* ha brindado a los activistas la oportunidad de influir sin una caída libre ya que, a modo de ejemplo, suelen propiciar la adopción de una operación con otra sociedad en la que el activista también es socio³⁷⁵. En suma, la innovación financiera ha fomentado el activismo de dos maneras³⁷⁶: en primer lugar, creando mayores incentivos para los activistas porque a mayor complejidad en la estructura de una sociedad, mayores las posibilidades para invertir en una sociedad y apoyar las decisiones que dañen el valor de otro tipo de instrumento de la sociedad³⁷⁷; en segundo lugar, abaratando los costes de la estrategia activista como consecuencia de la separación entre el derecho de voto y los intereses económicos, lo

³⁷² BRATTON, W. W., “Hedge Funds and Governance Targets: Long-Term Results”, *University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper*, No. 10-17, 201; OCDE. *The Implications of Alternative...*, *op. cit.*, p. 46.

³⁷³ KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot...”, *op. cit.*; CHEFFINS, B. R., “The Stewardship...”, *op. cit.*, p. 22.

³⁷⁴ ROCK, E. B., “Institutional Investors...”, *op. cit.*, p. 21. Los beneficios privados del control pueden obtenerse por distintas vías, entre otras, a través del *decoupling*. En el sentido que aquel inversor que haya neutralizado su riesgo y incrementado su poder de voto, podrá beneficiarse de dicha desproporción en comparación con otros accionistas –caso *Perry Mylan*–, es decir, la distorsión en derechos de voto significa que el *decoupler* bien tiene demasiado o porco riesgo en comparación con un accionista común con una alineación del riesgo adecuada. La persecución de beneficios privados a través de *decoupling* es evidente, ya que admite al votante adquirir ventajas separadas debido al incremento en el poder de voto, RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-*Decoupling*...”, *op. cit.*, p. 27.

³⁷⁵ En relación con la proliferación del *green mail* en los años, *vid.* ROCK, E. B., “Institutional Investors...”, p. 21, se fomentarán las operaciones de reestructuración con el fin de beneficiarse de la fluctuación de los precios o *merger arbitrage*.

³⁷⁶ La innovación financiera como precursor de activismo, *vid.* ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* No. 08-02; *Stanford Law Review*, Vol. 60, 2008, pp. 28 y ss.

³⁷⁷ ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., *op. cit.*, p. 32. En contra, PARTNOY, F. y RANDALL, T. S., “Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation”, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper* No. 06-21; *San Diego Legal Studies Paper* No. 07-72, p. 46: “As in the capital structure area, hedge funds might simply reallocate returns from non-equity slices of the capital structure to shares. Therefore, we believe that it is too early to draw firm conclusions about the normative effects of this increase in shareholder activism.”

que provoca que un fondo pueda tomar una posición económica negativa en la sociedad mediante una posición corta en sus acciones y busque beneficiarse como *empty voter* de decisiones de negocio que acarreen una caída en el precio de la acción³⁷⁸.

A su vez el fortalecimiento de la estrategia se produce a través de alianzas. Suelen actuar en concierto sin manifestar su posición concertada, tanto para la adquisición de las acciones como en el ejercicio de presión contra los administradores para que tomen en cuenta sus intereses³⁷⁹. Es decir, *hedge funds* independientes, actúan en paralelo para influenciar a una sociedad cotizada, el conocido como *Wolf pack behaviour* donde varios *empty voters* se alían de *facto*, actuando juntos con un mismo fin, que es forzar un resultado en la Junta general³⁸⁰. Al margen de la actuación concertada entre *hedge funds* también se han dado casos de colaboración con el órgano de administración o con el accionista de control, particularmente en sociedades de capital concentrado³⁸¹.

Desde otra perspectiva, el *hedge fund* ha encontrado en el inversor institucional profesional otro aliado fundamental para desplegar su estrategia. Como se ha apuntado anteriormente, a pesar de la significativa participación en las sociedades de los inversores institucionales tradicionales que ha llevado a países con sociedades de capital disperso a la reconcentración accionarial, no ha supuesto un cambio en el comportamiento como accionista del inversor institucional, manteniendo un comportamiento intermedio entre las figuras opuestas de activismo y pasividad accionarial. En efecto, el inversor institucional de corte tradicional se caracteriza porque no suele ser proactivo como accionistas ya que ni lleva a cabo propuestas a la Junta ni tampoco contactan informalmente con el consejo de administración; sin embargo, no se puede clasificar como un accionista pasivo, puesto que frecuentemente se opone a las propuestas de los administradores o vota a favor de propuestas de otros accionistas³⁸², estaríamos más bien ante un accionista reactivo.

Como resultado, se ha alertado que la reconcentración accionarial en manos de un accionista reactivo en vez de proactivo supone la generación de un nuevo coste de

³⁷⁸ ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, *op. cit.*, p. 33.

³⁷⁹ KAHAN, M/ ROCK, E. B., “Hedge Funds in Corporate Governance...”, *op. cit.*, p.1077-1799.

³⁸⁰ LEE, M., “Empty voting: private solutions...”, *op. cit.*, p. 898 que considera que esta acción sería “*actual disenfranchisement*” bajo la doctrina del caso *IXC*.

³⁸¹ *Vid. supra*, EREDE, M: “Governing corporations with concentrated ownership structure...”.

³⁸² GILSON, R.. J., y JEFFREY, N.,: “The Agency Costs of Agency Capitalism...”, pp. 886-888

agencia, que se ha acuñado como “*agency costs of agency capitalism*”³⁸³. En efecto, el inversor institucional como accionista devalúa los derechos del socio, pues introducen una segunda capa de costes de agencia en la toma de decisiones en la compañía motivada por la separación de la propiedad y el control. Es decir, la estructura del fondo es la causante de este nuevo coste de agencia, puesto que es un intermediario el que gestiona la inversión y el ejercicio del voto en nombre de sus partícipes –*beneficial owners*–, exacerbando así la separación entre propiedad y control³⁸⁴.

Un sector doctrinal defiende que en vez de forzar al inversor institucional tradicional a ejercer un papel activo, el vacío en la gobernanza en la sociedad que se ha creado – el denominando, *agency costs of agency capitalism*– es probable que pueda ser cubierto a través de la especialización. En efecto, pueden aparecer nuevos actores que complementen al inversor institucional, detectando posibles desequilibrios estratégicos de las sociedades. Lo que defienden es que la responsabilidad de los *beneficial owners* de maximizar el interés de la sociedad se divide entre varios actores estando, de una parte, aquellos inversores activos especialistas en vigilar la estrategia de la sociedad y formular alternativas a los inversores institucionales, de otra, el inversor institucional tradicional, especializado en evaluar la gestión del *portfolio* y evaluar las propuestas de los activistas. Defienden que esta especialización en varios actores resulta más eficiente que si se dejara a la suerte de solo un actor que haga ambos roles, pues dichas especializaciones requieren modelos de negocio diferentes. Por tanto, los inversores activistas son “*governance entrepreneurs*”, emprendedores de la gobernanza, observan las oportunidades que surgen mediante el uso de los derechos del socio que se vuelven más valiosos a través de su actividad de monitorización de las compañías, identificando oportunidades estratégicas y presentándolas a los inversores institucionales a través de un *proxy fight*³⁸⁵. Por tanto, el punto de inflexión entre estos dos inversores

³⁸³ GILSON, R. J., y JEFFREY, N.: “The Agency Costs of Agency Capitalism...”, pp. 891. En esta línea, Bainbridge que considera poco factible el activismo del inversor institucional, que el activismo por el inversor institucional no soluciona el problema de agencia, sino más bien “*relocates its locus*”, pues el mismo *shareholder apathy* hay en la sociedad que en los inversores del fondo. En definitiva, considera que la separación de la propiedad y control no es una patología que necesite tratamiento, defendiendo que la gobernanza corporativa puede funcionar sin los accionistas, vid. BAINBRIDGE, S. M., “Shareholder Activism and Institutional Investors”, 2005, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* No. 05-20 pp. 17 y 18.

³⁸⁴ *Ibid.*, p. 879.

³⁸⁵ En este sentido, GILSON, R. J., y JEFFREY, N.: “The Agency Costs of Agency Capitalism...”, *op. cit.*, p.896-897, en la misma línea, BELCREDI, M., y ENRIQUES, L., “Institutional Investor Activism...”, p. 3, también defienden que; “*active institutional ownership is based on the interplay of*

institucionales es que tienen que estar de acuerdo en la propuesta del activista, es decir, el activista busca forzar la gobernanza, pero sólo resultan exitosos si pueden alcanzar un gran apoyo de los inversores institucionales, reduciendo así el “*agency cost of agency capitalism*” mediante este mecanismo que complementa la reconcentración de la *record ownership*³⁸⁶.

En último término, cabe destacar como la probabilidad de que el *hedge fund* adopta un nuevo rol como catalizador³⁸⁷ del ejercicio del voto, al activar al accionariado³⁸⁸ ha aumentado en los últimos tiempos. Este rol se ha visto favorecido por las disposiciones que promueven la implicación del inversor institucional tradicional en las sociedades en las que invierten, tal como la propuesta de reforma de la Directiva 2007/36/CE ³⁸⁹ que introduce una suerte de principio de “*comply or explain*” sobre la política de implicación de inversores institucionales y gestores de activos³⁹⁰, lo que puede llegar a retroalimentar malas práctica de gobernanza cuando estos inversores cooperan con los

active and passive institutions at general meeting”. no obstante, BECHUCK, Myth of shareholder franchise, p. 152, considera que el papel de los *hedge fund* activistas no es suficiente, que un régimen donde se dé mayor poder al accionista ha de acompañar a la aparición de estos nuevos inversores. En definitiva, el incremento del poder del *hedge fund* activista es un complemento para una mejor gobernanza, siendo necesario una mejor regulación en pro del accionista. En contra, STOUT, L., “The mythical benefits of shareholder control”, pp. 808-809” Economic theory teaches that investors do this because board control serves their self-interest in at least three ways: by promoting efficient and informed decisionmaking, by discouraging intershareholder opportunism, and by encouraging specific investment in corporations by executives, employees, customers, creditors, and other corporate stakeholders (...) the proposal laid out by Bebchuk in “The Myth of the Shareholder Franchise” itself rests on a myth: the myth that greater shareholder control in public firms benefits shareholders. Unless and until we can make this fable a reality, a strong *shareholder franchise* should also remain a fiction.

³⁸⁶ GILSON, R. J., y JEFFREY, N.,: “The Agency Costs of Agency Capitalism...”, *op. cit.*, pp. 897-898.

³⁸⁷ Mientras que en UK, shareholder spectrum se encuentra dudoso al respecto: “*The findings support the arguments that strong shareholder resolution rights facilitate activism, that an institutional investor committed to activism can act as a catalyst for institutional intervention generally, but that, given the declining impact on firm value of hedge fund activism in the medium term, the debate about long-term impact of hedge-fund activism is not conclusively resolved*”, vid. al respecto, DAVIES, P. L., “Shareholders...”, *op. cit.*, p. 27.

³⁸⁸ ROCK, E. B., “Institutional Investors...”, *op. cit.*, p. 20: “*Hedge funds serve an important catalyst role in facilitating shareholder action*”

³⁸⁹ Artículo 3 octies, Política de implicación. Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 14 de marzo de 2017, sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD)) (Procedimiento legislativo ordinario: primera lectura). La reforma de la Directiva ha sido aprobada pro el Consejo Europeo en primera lecutra el día 3 de abril de 2017, entrará en vigor a los 20 días de su publicación en DOUE.

³⁹⁰ En línea con el art. 1 del UK Stewardship code, CHIU, I. H. Y y KATELOUZOU, D., “From Shareholder stewardship to shareholders duties” en BIRKMOSE, H. S., *Shareholders' duties*, Wolters Kluwers, p. 143, resaltan el hecho de que un principio de soft law como es “comply or explain” se haya propuesto su introducción en la propuesta de modificación de la Directiva, entienden, no obstante que lo que se pretende incorporar es un deber de implicación del inversor institucional (“*duty to demonstrate engagement*”), que comunique su implicación en las sociedades en las que invierte.

hedge funds que recurren al *decoupling* y exacerbaban los efectos adversos de esta estrategia de influencia³⁹¹. Como resultado, se habría de distinguir entre el buen activismo del *hedge fund* que reactiva la junta e impulsa la implicación del inversor institucional, de aquel otro que tiene un impacto negativo en las sociedades que se despliega al recurrir al *empty voting*, pues en este último supuesto, si sus interés son contrarios a los de la sociedad en la que invierte y el inversor institucional tradicional se alía con el *hedge fund*³⁹², el potencial conflicto de interés se materializa.

2. La cara opuesta del decoupling: la reacción de los insiders.

El *empty voting* puede darse también en el accionista de control como respuesta a la aparición de accionistas influyentes y así preservar su posición. Aunque, como se analizará posteriormente, el recurso al *decoupling* y el control de la sociedad generalmente va asociado al estadio previo, es decir, en la escalada hacia el control³⁹³ mediante el recurso a la *hidden ownership* para ocultar la pretensión de toma de control de la sociedad, por lo tanto no estaríamos ante una estricta influencia sino potencial influencia futura al adquirir el control. El objetivo es que ni los posibles competidores ni el mercado perciban la intención de la adquisición del control, para que no se vea reflejado en el precio de las acciones y anular la capacidad de reacción de la sociedad para la activación de mecanismos de control reforzados³⁹⁴. Como se analizará *in extenso*, los *equity swaps* ha sido el contrato mayoritariamente utilizado para este cometido³⁹⁵, la estrategia se ha visto reforzada mediante la colaboración con otros inversores con intereses en la sociedad, realizando una estrategia de adquisición de equity swaps de manera coordinada³⁹⁶. Una vez alcanzada la posición que le exige lanzar una OPA, termina el swap, adquiere las acciones y comunica su posición³⁹⁷. Asimismo esta estrategia en la sombra ha de tener la colaboración de la parte corta de los equity swaps, en particular, contraerá varios equity swaps con varias entidades

³⁹¹ En sentido similar, se plantea que el hecho de imponer deberes a los inversores institucionales tradicionales haga que se recurra más al cortoplacismo, vid. BIRKMOSE, H. S., y MÖSLEIN, F., "Introduction; Mapping shareholder's duties" en BIRKMOSE, H. S., *Shareholders' duties*, Wolters Kluwers, 2017, p. 22 y ss.

³⁹² La alineación no acontece solo explícitamente mediante el ejercicio del voto, sino también de manera implícita pues, los inversores institucionales están invirtiendo en los *hedge funds*, en este sentido, vid. ROCK, E. B., "Institutional Investors...", p. 21.

³⁹³ MONGA, A., *op. cit.*, p. 198.

³⁹⁴ CONAC, P. H., "Cash-settled derivatives ...", *op. cit.*, p. 50.

³⁹⁵ V. supra los casos de *Agnelli-Fiat*, *Continental-Schaeffler*, *Porsche-Volkswage*, *LMVH-Hermes*

³⁹⁶ ZETZSCHE, D. A., "Challenging Wolf Packs ...", *op. cit.*, p. 13-14

³⁹⁷ SARRA, J., "Equity Derivatives ...", *op. cit.*, p. 1131

financieras por una cantidad de acciones inferior al porcentaje que le provocaría comunicar su posición a la sociedad, mientras que el sumatorio de posiciones largas sí que obligaría a comunicarlo a la sociedad³⁹⁸.

Asimismo, las sociedades pueden usar las técnicas de *decoupling* para conseguir ejercitar el voto de manera indirecta, en función de las acciones que ostentan pero que, por ley, no podrían ejercer. Con esta medida, denominada *soft-parking*, se consigue blindar a la sociedad de eventuales tomas de control³⁹⁹. Con este fin, la sociedad llevará a cabo contratos de derivados o de préstamo sobre las acciones propias, es decir, creando la ficción de la venta de las acciones. Se pretende que la contraparte vote las acciones como la sociedad hubiese votado en el supuesto de que le estuviere permitido votar⁴⁰⁰. El *dealer* aparece como el propietario formal de las acciones, por lo que no se encontraría obligado a votar bajo los dictados de la sociedad, no obstante, presenta los incentivos para que así actúe⁴⁰¹. En efecto, en primer lugar, el *dealer* busca mantener su reputación y conservar a su clientela, en particular, una vez finalizado el contrato de derivados le interesará que la sociedad le recompre las acciones; finalmente, el *dealer* no tiene ningún interés económico en la sociedad, por lo que no tendría preferencias en torno al sentido del voto⁴⁰².

³⁹⁸ ZETZSCHE, D. A., “Challenging Wolf Packs ...”, *op. cit.*, p. 2 y 15 y FERRARINI, G., “Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario”, en BALZARINI (Et al), *La società per azioni oggi*, Collana della Rivista delle Società, 2007, pp. 663 y ss.

³⁹⁹ En Europa, cabe destacar el caso de Portugal Telecom que para evitar el éxito de la OPA de SONAECON, el Consejo de Administración ofrecía la escisión de su filial PT Multimedia, donde ostentaba el 58% del capital así como otro 10% mediante equity swaps cuya contraparte era British Barclays, HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, *op. cit.*, p. 646.

⁴⁰⁰ Con anterioridad al crecimiento de la innovación financiera ya se usaban técnicas para que un tercero votase las acciones de una sociedad como medida de defensa ante posibles tomas de control, las *stock buy backs* y la venta de acciones a un *White squire*, en estos supuestos no se producía la separación entre la propiedad de la acción y su rendimiento económico. Un *stock buy back* puede provocar un incremento del precio de las acciones, sabotando la posible toma de control por el elevado precio de la toma de control. Otra de las medidas es depositar las acciones a una persona de confianza-denominada *White squire*-, que se espera bien de manera informal o contractualmente que defienda las propuestas de los administradores durante un periodo de tiempo. La desventaja es que estas operaciones han de ser informadas, es más, los listings de NYSE van más allá, al obligar a las sociedades a que sometan al beneplácito de la Junta ventas de acciones a un tercero (*White squire*) que superen el 20% por ello son transacciones menores-a diferencia de los *White knights* que adquieren un porcentaje mayoritario accionarial para hacer frente a otros competidores, en este sentido, vid. KENT BAKER, H/ KYMAZ, H.: *The art of capital restructuring- Creating shareholder value trough mergers and acquisitions*, Wiley, 2011. En definitiva, gracias a la innovación financiera se alcanza el *softparking* de manera silenciosa, puesto que los contratos de derivados no están sometidos a los deberes de información o referendo de la Junta que sí estaban sometidas las técnicas tradicionales, vid. HU, H. T. C. y BLACK, B., “Equity and Debt *Decoupling*...”, *op. cit.*, p. 644.

⁴⁰¹ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, *op. cit.*, p. 643-644

⁴⁰² A su vez, la sociedad también puede beneficiarse de una posición encubierta en otra sociedad para influenciar el resultado de una operación relevante, como puede ser una toma de control, otra de las

Otro supuesto de recurso al *decoupling* para preservar la estructura de control de la sociedades, son los *employee stock ownership right plan*⁴⁰³ (en adelante, ESOP) que consiste en un plan de pensiones que se nutre de las acciones de la propia sociedad o bien la sociedad entrega el capital para la compra de las acciones. El plan incluye una cuenta para cada empleado y éstos, en conjunto, recibirán la plena propiedad de las acciones un momento posterior fijado por el plan⁴⁰⁴. Se ha detectado que encubre un claro ejemplo de *empty voting*, porque, de una parte, los trabajadores sólo ostentan la propiedad económica de las acciones y en un momento determinado pueden llegar a adquirir el título de “*beneficial owners*”; sin embargo una vez llegado el fin de la relación laboral las acciones serán repartidas entre las otras cuentas de los trabajadores miembros del plan. Por otro lado, el sentido del voto puede también determinarse por los fideicomisarios o *trustees* del ESOP, por lo que éstos también serían *empty voters* ya que ejercen el derecho de voto y su propiedad económica neta es de cero. El plan también puede establecer que las acciones del fondo que, a pesar de tener los empleados la propiedad económica como partícipes del fondo, todavía no tienen la *beneficial ownership*, se voten en correspondencia con el sentido del voto de aquellas acciones que el trabajador tiene la plena propiedad. Este último supuesto encajaría como un *empty voting* parcial, ya que votan en función de más acciones de las que realmente son propietarios. Finalmente, la importancia de esta modalidad de *empty voting* reside en que este tipo de planes pueden llegar a utilizarse como una eventual medida anti opa, ya que diversos estudios han demostrado que los trabajadores que se benefician de un

medidas es el recurso a las treasury shares, HU, H. T. C. y BLACK, B., “Empty Voting and Hidden (Morphable)...”, *op.cit.*, pp.643- 646.

⁴⁰³ Su definición se encuentra en el International Revenue Code, rule 4975 (e) (7): *The term “employee stock ownership plan” means a defined contribution plan— (A) which is a stock bonus plan which is qualified, or a stock bonus and a money purchase plan both of which are qualified under section 401(a), and which are designed to invest primarily in qualifying employer securities; and (B) which is otherwise defined in regulations prescribed by the Secretary. A plan shall not be treated as an employee stock ownership plan unless it meets the requirements of section 409(h), section 409(o), and, if applicable, section 409(n), section 409(p), and section 664(g) and, if the employer has a registration-type class of securities (as defined in section 409(e)(4)), it meets the requirements of section 409(e).*

⁴⁰⁴ Este tipo de acciones son denominadas “*vested shares*”, porque se traslada la recepción de la propiedad de las acciones a un momento posterior; sin embargo, hay acontecimientos que provocan el reparto de dichas *vested shares* entre el resto de partícipes del plan, por ejemplo, una vez se retire, enferme o fallezca las acciones se distribuirán entre el resto de las cuentas de empleados del plan SEC.

ESOP votarán sus acciones en contra de una OPA por miedo a que el cambio de control conlleve a su vez la renovación de la plantilla⁴⁰⁵.

III. ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA INFLUENCIA SIN RIESGO U OCULTA COMO NUEVA FORMA DE EJERCICIO DEL VOTO.

1. Planteamiento.

El objeto de este apartado es llevar a cabo el examen de la incidencia que el *empty voting* y en menor medida la *hidden morphable ownership* puede tener en las sociedades en las que ocurre. Se parte de la determinación de la tipología de sociedades proclives a que se lleve a cabo el *decoupling* sobre sus acciones. Posteriormente, se analiza la posible fractura de los principios configuradores de la posición jurídica del socio. En primer lugar, se determina si la disociación del riesgo puede considerarse una desviación al principio de proporcionalidad. Corolario de lo anterior, se evalúa la exacerbación de los intereses de los socios en supuestos de *decoupling* y las consecuencias que puede tener la influencia determinante de un *empty voter*. En segundo lugar, se valora la validez de las posibles disociaciones adicionales al riesgo, esto es el dividendo o el voto, comparando y contrastando con otros supuestos afines. En última instancia, se señala también las consecuencias de la posible agravación de los efectos adversos del *decoupling* intencional al combinarse con el *decoupling* incidental que crea nuestro sistema de compensación, liquidación y registro de valores.

2. Características de las sociedades sometidas a estrategias de decoupling.

Los requisitos para que una sociedad sea *target* del activismo en general suelen estar determinadas por tres factores. En primer lugar, suelen ser sociedades cotizadas infravaloradas y asimismo con un rendimiento menor donde la intervención del activista puede suponer un incremento del valor de la acción. Esto no significa que sea compañías que no obtengan beneficios, sino que no están maximizando el valor de la acción⁴⁰⁶. En segundo lugar, la estructura de la propiedad de la sociedad es relevante ya que puede constituir un límite importante al despliegue de la estrategia⁴⁰⁷. En efecto, en

⁴⁰⁵ Para un análisis pormenorizado de los *ESOP*, vid. GORDON, L. A/ POUND, J., “ESOPs and Corporate Control”, 27 J. Fin. Econ. 525, 1990 y RAUH, J. D., “Own Company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense?”, 81 J. Fin. Econ. 379, 381, 2006

⁴⁰⁶ CHEFFINS, B. R; ARMOUR, J., “Past, Present, and Future of Shareholder Activism...”, *op. cit.*, pp. 29-30.

⁴⁰⁷ En este sentido, en un estudio llevado a cabo por CHEFFINS, B. R., “Hedge Fund Activism Canadian Style”, *ECGI - Law Working Paper*, no. 202; *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*,

aquellas sociedades que cuentan con un accionista de control, éste puede vetar los intentos de cambio del *hedge fund*, por lo que no le resultará beneficioso adquirir una posición en la sociedad menor que la posición de control⁴⁰⁸.

Con todo, también se observa cómo en sociedades de capital concentrado, puede aflorar la estrategia del *empty voting* en aquellos casos en los que el accionista de control respalde la estrategia ofensiva del inversor activista⁴⁰⁹. Este es el supuesto en el que el *empty voter* se sirve de los derechos de minoría como una suerte de presión al consejo a modo de disciplina⁴¹⁰. En este sentido, resulta ilustrativo el caso italiano, donde la posición de influencia en una sociedad se concibe a través de la participación en el consejo de administración⁴¹¹. Para alcanzar dicho objetivo, los inversores activistas se inclinan por el establecimiento de alianzas con el accionista de control cuando éste no ostente la mayoría de votos⁴¹²; en caso contrario, los activistas se encuentran en letargo adoptando una posición similar al accionista apático⁴¹³. Si comparamos el activismo italiano con el alemán, se observan ciertas semejanzas debido a que éste último también se caracteriza por contar con sociedades con una estructura accionarial concentrada pero tendente a la dispersión, ya que los grandes accionistas de control de los años 90, las entidades financieras, se han ido despojando de sus participaciones significativas. Este

no. 3/2013, 2013, pp. 36-37, sobre el activismo en Canadá, se observa como *Pershing Sq* no consiguió su objetivo de influenciar a *Canadian Tire Corp*, porque el accionista de control le frenaba, asimismo había un entramado *multiple voting rights*, también otra sociedad *Maple Leaf* debido a la alianza de dos de sus accionistas, un fondo de pensiones “Ontario Teachers Pension Plan, y la familia McCain, una vez su capital fue más disperso pues el fondo de pensiones vendía su participación, entonces el *hedge fund* West Face Capital pudo resultar más ofensivo.

⁴⁰⁸ CHEFFINS, B. R.; ARMOUR, J., “Past, Present, and Future of Shareholder Activism...”, *op. cit.*, pp. 29-30.

⁴⁰⁹ Este es el caso de Canadá, donde a diferencia de EEUU o UK, se observa una alta concentración, anteriormente de familias y ahora de inversores institucionales, vid. CHEFFINS, B. R., “Hedge Fund Activism Canadian Style”, *ECGI - Law Working Paper*, no. 202; *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*, no. 3/2013, 2013, pp. 42 -43; es el denominado “*filling*” the gap de GILSON, R. J., y JEFFREY, N.: “The Agency Costs of Agency Capitalism...”.

⁴¹⁰ EREDE, M: “Governing corporations with concentrated ownership structure: an empirical analysis of hedge fund activism in Italy and Germany, and its evolution”, *ECFRL*, V. 10, n. 3, p. 348; de otra parte, BELCREDI, M., y ENRIQUES, L., “Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: The Case of Italy”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper*, No. 225, 2013, p. 32, observan como el reforzamiento de la protección al inversor implica que se abre la puerta a que aparezca un activismo malo, por lo que la vigilancia al inversor es necesaria.

⁴¹¹ EREDE, M: “Governing corporations with concentrated ownership structure...”, *op. cit.*, p. 381.

⁴¹² BELCREDI, M., y ENRIQUES, L., “Institutional Investor Activism...”, considera que no el *empty voting* no es una técnica absoluta, siendo solo uno de los casos en los que se observa dicha estrategia en el caso Leonardo con la familia Marzotto. De otro lado, EREDE, M: “Governing corporations with concentrated ownership structure...”, *op. cit.*, p. 383, ha observado una gran pasividad, sin recurrir a formas agresivas de activismo, que puede encubrir estrategias negativas de activismo.

⁴¹³ Por lo que no ha sido un activismo que ha beneficiado al resto de accionistas, vid. *Ibid.*, p. 382.

tipo de activismo suele ser más agresivo y costoso⁴¹⁴. Ello se refleja especialmente por la aparición de inversores extranjeros activistas -particularmente de EEUU y UK- en las sociedades cotizadas germanas, que mediante el despliegue de su estrategia activista han influenciado el modelo de gobierno corporativo alemán. Como resultado se han visto forzados a dar voz a los accionistas, tal vez constituyéndose así el primer paso hacia la atribución de un mayor poder al accionista⁴¹⁵.

La estructura accionarial de las sociedades cotizadas españolas, en concreto de aquellas incluidas en el Ibex 35, no presenta un patrón accionarial único. En una parte de las sociedades se percibe una tendencia a la dispersión accionarial con *free float* elevado, pero conviven al mismo tiempo con otras sociedades en las que o bien existe un accionista de control o bien varios accionistas significativos⁴¹⁶. De esta forma, el despliegue de la estrategia activista será distinto en función de la concentración del capital⁴¹⁷. En aquellas sociedades de capital disperso, a través del ejercicio de voto el *empty voting* puede resultar relevante, mientras que en sociedades con cierto grado de

⁴¹⁴ En Alemania, la estructura del órgano de administración alemán o *two tier model* implica que los accionistas tienen limitado su poder de elección sobre los directores, votando únicamente al consejo supervisor, por lo que resulta inviable un *proxy fight*, vid. EREDE, M: "Governing corporations with concentrated ownership structure...", Ibid., pp. 380-381.

⁴¹⁵ Así aconteció en la OPA de *Deutsche Boerse* sobre *London Stock Exchange*, los *hedge funds* en vez de optar por el voto con los pies (*Wall street walk*) lo que hicieron es desplegar las estrategias que seguían en EEUU o UK en Alemania, proclamando que tenían derecho a que la sociedad protegiera el valor de la compañía, pues la operación no creaba valor, vid. SUDARSANAM, S., y BROADHURST, T., "Corporate governance convergence in Germany through shareholder activism: Impact of the Deutsche Boerse bid for London Stock Exchange", *Journal of Management & Governance*, vol. 16, nº2, 2012, p. 263.

⁴¹⁶ En el año 2015, 22 de las 35 sociedades que componen el Ibex 35 presentaban un capital flotante superior al 50%, mientras que el resto presentan un capital flotante superior al 25% e inferior al 50%, CNMV, *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*, 2015, p. 31 Respecto a la inversión extranjera, entre otras entidades que tienen participaciones significativas en sociedades cotizadas con una participación media entre el 3.48% al 6.96% se encuentran: *Blackrock group*, *Baillier gifford co*, *Standard life investments ltd*, *Capital group*, *Causeway capital management llc*, *Taube hodson stonex partners llp*, *temasek holdings* (private limited), vid., GEORGESON, CUATRECASAS-GONÇALVES PEREIRA, *El gobierno corporativo y los inversores institucionales*, 2016, 22.

⁴¹⁷ Si bien estudios sobre la materia arrojan como los inversores institucionales en España no se han caracterizado por la intromisión en la gestión social, con una visión cortoplacista de su inversión, convirtiéndose en la representación del accionista como la vía para paliar la dispersión del accionariado en las sociedades cotizadas españolas. Asimismo se destaca como en aquellas sociedades con mayor número de accionistas minoritarios, menor es la asistencia a la Junta. En línea con un estudio anterior la escasa relevancia de la Junta general de las sociedades cotizadas españolas, vid. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., y FUENTES NAHARRO, M., "La Junta general en las sociedades cotizadas (algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales)", *DT del Departamento de Derecho Mercantil-Eprints*; nº 4, 2006; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., y TAPIA HERMIDA, A. J., "Primacía de los accionistas e ineficiencia de la junta (La reforma de la LSC y los derechos de los accionistas)", *Documento de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*; nº 49, 2012.

concentración accionarial, el inversor activista puede servirse de los derechos de la minoría con el fin de influenciar el gobierno de la sociedad⁴¹⁸. Por ejemplo, con carácter previo a la Junta, serían manifestaciones de influencia la solicitud de la convocatoria de Junta como minoría o el ejercicio del derecho de información, pasando a formas más agresivas de influencia en la Junta, como el cese del administrador⁴¹⁹. No obstante, se ha de subrayar que el inversor activista se encuentra con un freno adicional para el despliegue de la estrategia, si la asistencia se condiciona a la tenencia de un número mínimo de acciones, siendo el tope máximo 1000 acciones⁴²⁰ (521 bis LSC), si se refuerza estatutariamente el quórum de constitución de la Junta general⁴²¹ o si se limita el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista (art. 527 LSC)⁴²².

Con todo, el legislador no ha puesto trabas adicionales para la inversión de los *hedge funds*. Como ya pusimos de manifiesto, los inversores institucionales tradicionales están sujetos a restrictivas limitaciones a la concentración de la inversión establecidas en el art.23 LIIC y desarrolladas por el RIIC y que impiden ejercer una verdadera influencia en el devenir societario⁴²³; por el contrario, los *hedge funds* sí que podrían llegar a resultar claves en la toma de decisiones por la Junta dada la flexibilidad inversora que presentan⁴²⁴ al no estar sometidos al estricto régimen de las IIC sobre diversificación del

⁴¹⁸ A este respecto, vid. GARRIDO, J. M^a., *op. cit.*, p.239. En concreto, sobre los supuestos de *empty voting* en España, principalmente, el *decoupling* se ha producido mediante el recurso al ocultamiento de acciones o hidden ownership, entre otros, en referencia a la OPA de Endesa, Telefónica para adquirir PT Portugal, Pemex para escalar su posición en Repsol, Gas natural para la adquisición de Unión Fenosa, y Villar Mir para modular su posición en posiciones del grupo. Si bien, un caso en el que se combinaba estrategia de *empty voting* y hidden ownership fue el caso ACS e Iberdrola.

⁴¹⁹ TRIAS SAGNIER, M., *Los inversores institucionales...*, *op. cit.*, p.318 evidencia en un estadio previo la comunicación informal con el órgano de administración.

⁴²⁰ En las sociedades del Ibex se exige un número mínimo de acciones en las siguientes sociedades: Abertis(1000 acciones), Acerinox(300), ACS (100), Amadeus (375), BBVA (500), Banco Sabadell (800), Banco Popular (200), Bankia (500), Bankinter (600), Caixa Bank (1000), Ferrovial (100), Gas Natural (100), Mapfre (1000), Merlin (500), Sacyr (150), Técnicas Reunidas (50), Telefónica (300), Viscofan (1000), vid. CNMV, *Estadísticas Gobierno de las sociedades cotizadas*, 2015, Cuadro 1.4.

⁴²¹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., y TAPIA HERMIDA, A. J., “Primacía de los accionistas e ineficiencia de la junta (La reforma de la LSC y los derechos de los accionistas)”, *Documento de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*; n° 49, 2012, p. 18.

⁴²² A este respecto, en el Ibex 35 tan sólo 3 sociedades cuentan con limitaciones al número máximo de votos, la más restrictiva es Enagás que impide votar las acciones que representen un porcentaje superior al 3%, mientras que la limitación en Iberdrola, Telefónica se sitúa en el 10% del capital social, vid. CNMV, *Informe...*, *op. cit.*, p. 38.

⁴²³ En España, por regla general, parten de un comportamiento de abstención (voto con los pies), desinviertiendo en aquella sociedad cuya gestión no sea de su agrado, debido al escaso poder accionarial que ostentan, en TAPIA HERMIDA, A.J., “El activismo societario...”, pg. 13.

⁴²⁴ La flexibilidad inversora se traduce en la inaplicación a la sociedades gestoras de *hedge funds* el estricto régimen sobre inversiones exigibles a las IIC de carácter financiero, si bien, el límite de endeudamiento no podrá ser superior a 5 veces el valor de su patrimonio. La especialidad del régimen de sociedades gestoras de IIC que gestionan *hedge funds* se encuentra detallada en TAPIA HERMIDA, A.J.,

riesgo⁴²⁵. Aunque cabría recordar el hándicap que ya hemos señalado, en el sentido de que existen sociedades cotizadas cuya estructura accionarial tendentes al capital concentrado⁴²⁶ por lo que resulta más complicado ejercer influencia que en aquellas sociedades de capital disperso⁴²⁷, siempre que en estas últimas no se hayan puesto limitaciones al derecho de asistencia, quórum o ejercicio del voto.

En suma, se ha constatado que, con independencia del tipo de estructura del capital⁴²⁸, puede producirse la influencia del *empty voter*. Mientras que en sociedades de capital disperso el accionista influyente puede desplegar su estrategia sin ayuda del resto del accionariado, en sociedades de capital concentrado, gracias a las alianzas del *empty voter* con el accionista de control o bien mediante el ejercicio de los derechos de la minoría, un inversor activista puede desarrollar en cierta medida su estrategia. De ahí que el factor determinante para que el inversor activista despliegue su estrategia en sociedades de capital concentrado sea la fortaleza de los derechos de la minoría en el ordenamiento aplicable⁴²⁹. Cuanto mayor sea la protección de la minoría y la inexistencia de obstáculos para la celebración de la Junta, como son los límites a la

“ La gestión y la custodia de los *hedge funds* ” en Rico Arévalo, B (Dir.). *Régimen jurídico y económico de los “hedge funds”*, Cizur Menor, 2008, ed. Thomson Aranzadi. Por su parte, la CNMV, donde observa el problema es en el activismo de ciertos accionistas cortoplacistas que adquiere grandes bloques de acciones justo antes de la Junta general con el fin de “disrupt” a los administradores sin afrontar las consecuencias de sus actos. Pudiendo alcanzar influencia suficiente que persuada a otros accionistas de su credibilidad y así se garantice los cambios posteriores sin asumir los riesgos que implica la propiedad de las acciones .

⁴²⁵ Art.73.k) RIIC: Podrán invertir en activos e instrumentos financieros y en instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea la naturaleza de su subyacente, atendiendo a los principios de liquidez, diversificación del riesgo y transparencia que se recogen en el artículo 23 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre. No les serán de aplicación las reglas sobre inversiones contenidas en la sección I del capítulo I del título III de este reglamento- es decir, no les serán aplicables los arts.48-53 que versan sobre: Activos aptos para la inversión, inversión en valores no cotizados, diversificación del riesgo, limitaciones a la capacidad de inversión, requisitos para la inversión en instrumentos financieros derivados y liquidez-.

⁴²⁶ En un reciente estudio comparado realizado sobre el activismo de los *hedge funds* en Europa se observa como en España no han saltado a la luz ninguna estrategia activista, se apunta a que la tipología accionarial opuesta a la dispersión contribuya a que no aparezcan ese tipo de arbitraje, en SLAUGHTER and MAY et al., *Understanding and dealing with hedge funds and shareholder activism across Europe: the impact of the financial crisis*, pg. 113.

⁴²⁷ Cabe añadir, que en el caso accionariado alemán, de similar estructura al accionariado español, se ha captado como los *hedge funds* han podido implementar su estrategia en sociedades en las que no había un accionista de control (*Renish blockholder*), en FICHTNER, J., *Activist hedge funds and the erosion of Rhenish capitalism: The impact of impatient capital*, CCGES/CCEAE 2009, Working paper, nº17, pg. 26.

⁴²⁸ EREDE, M: “Governing corporations with concentrated ownership structure...”, p. 354.

⁴²⁹ En una revisión de derecho comparado, se observa como la modulación de los derechos de la minoría son relevantes para el despliegue de una estrategia activista combinada con técnicas de *empty voting*.

asistencia o un quórum de constitución reforzado estatutariamente, mayor probabilidad habrá de que la estrategia activista surta efectos sin necesidad de acudir a alianzas⁴³⁰.

3. La disociación capital-riesgo ante la distribución del derecho de voto.

3.1. Unas notas preliminares relativas a principio de proporcionalidad.

El derecho de voto es “consustancial a la condición de socio⁴³¹”, y, por ende, una manifestación de la voluntad de los socios en aras de perfección la adopción de acuerdos⁴³². Nuestro ordenamiento no ha concretado la naturaleza del derecho de voto pero sí alude a que es un “derecho mínimo” del socio por lo que se ha inferido su carácter subjetivo, de pertenencia exclusiva a los socios.

En relación a la justificación de la atribución del voto al socio, cobra relevancia la teoría económica de la empresa o *theory of the firm*. Esta concluye que la mayoría de las organizaciones, entre ellas, la sociedad, equivalen a un “*nexus of contracts*” o nexo de unión entre varios contratos incompletos⁴³³. La sociedad presenta infinidad de *residual claimants* o partes en los contratos que adopta; sin embargo, sólo los accionistas son quienes tienen los correctos incentivos para el ejercicio discrecional del derecho de voto y así completar el contrato societario⁴³⁴ pues “son los sujetos que reciben la mayoría de los beneficios marginales e incurrir en la mayoría de costes marginales⁴³⁵”, y, además, su posición como accionista o *residual claimant* es transmisible. El derecho de voto de los socios como *residual risk bearers* se reparte en atención a una pretendida

⁴³⁰ “The hypothesis made here suggests that having stronger monitoring rights –such as slate voting coupled with minimum board representation- available to non-controlling shareholders is a driving factor for activism”: CHEFFINS, B. R; ARMOUR, J., “Past, Present, and Future of Shareholder Activism...”, p. 32.

⁴³¹ En este sentido, URÍA, “El derecho de voto del accionista”, *RCDI*, N° 177, 1943 realiza un examen de la ausencia de un reconocimiento expreso en los Códigos de Comercio del voto como derecho de todos los accionistas, respaldando dicho derecho del socio con el análisis de la STS de 30 de octubre de 2018. En Derecho comparado, en EEUU se suele citar la sentencia *In re Giant Portland Cement Co.*, 21 A.2d 697, 701 (Del. Ch. 1941): *The right to vote shares of corporate stock, having voting powers, has always been incident to its legal ownership*

⁴³² GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, pp., 204 y 309 (“el voto “como elemento de los acuerdos” es una manifestación de voluntad de carácter no recepticio ni constitutiva de negocio jurídico por sí misma”)

⁴³³ JENSEN, M.C., MECKLING, W.H., “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 8.

⁴³⁴ EASTERBROOK, F.H., y FISCHER, D.R., “Voting in corporate Law”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, p.403.

⁴³⁵ “The shareholders receive most of the marginal gains and incur most of the marginal costs. They therefore have the right incentives to exercise discretion”, *vid.* EASTERBROOK, F.H., y FISCHER, D.R., *The economic structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge-MA, 1991, p. 68.

distribución eficiente a través de la aplicación principio “una acción, un voto”⁴³⁶, por lo que el peso de su voto es proporcional al interés residual que representa⁴³⁷. La motivación intrínseca en la defensa de la proporcionalidad se basa en la consideración de que todos los accionistas tienen los mismos intereses, lo que constituye el corolario de la teoría ya que si el objetivo de la sociedad es maximizar el interés residual, entonces todos los accionistas tienen que estar de acuerdo en dicho sentido⁴³⁸. En última instancia, aunque se produzca la delegación de la toma de decisiones en los administradores⁴³⁹, los accionistas continuarán teniendo un papel supervisor dada la capacidad que disponen para su potencial destitución. Por consiguiente, los administradores velarán por cumplir el interés de los *residual claimants*, residiendo el control último en los accionistas⁴⁴⁰.

Los postulados de la teoría económica de la empresa se reproducen en las sociedades prácticas, pues en Derecho norteamericano, se constata que el principio *one share-one vote* se aplica en la mayoría de Estados aunque se han admitido desviaciones a dicha regla en diversas jurisdicciones. No obstante, no existe un patrón común sobre las desviaciones admitidas. En parte, ello obedece a que no existe una justificación teórica o empírica lo suficientemente sólida para no desviarse del principio de proporcionalidad pero también se debe al hecho de que las técnicas de disociación son difíciles de regular⁴⁴¹; además, en sociedades cotizadas prevalece el principio de proporcionalidad gracias a las reglas de los mercados de cotización estadounidenses que han adoptado el principio *one share-one vote*⁴⁴².

⁴³⁶ *Ibid.*, p. 73.

⁴³⁷ EASTERBROOK, F.H., y FISCHER, D.R., “Voting...”, op. cit., p.409.

⁴³⁸ KRAAKMAN, R.H/ BLACK, B.S., “A Self Enforcing Model of Corporate Law.”, *Harvard Law Review*, vol. 109, 1996, p. 1945

⁴³⁹ La separación de la asunción de riesgos, de la toma de decisiones conlleva a la aparición de sistemas de decisión donde se separa la gestión del control, *vid.* FAMA, E.F., JENSEN, M.C., “Separation of ownership and control”, *Journal of law and economics*, 1983, p.322.

⁴⁴⁰ CLARCK, R. C., *Corporate Law*, Aspen Law & Business, 1986, p. 390.

⁴⁴¹ KRAAKMAN, R (ET AL)., *The anatomy of corporate law : A comparative and functional approach*, Oxford University Press, 2009, p. 60.

⁴⁴² El principio *one share, one vote* alcanza su máximo esplendor en las sociedades cotizadas, donde el movimiento a favor del principio alcanzó su culmen en los años 80. El NYSE, viendo cómo las sociedades podían cotizar en otros mercados donde no se exigía a las sociedades seguir la regla *one share, one vote* como NASDAQ o *American Stock Exchange*, solicitó autorización a la SEC en 1986 para eliminar el principio de proporcionalidad en su regulación. La SEC, en vez de autorizarle, aprueba una regla de estandarización, aplicable a todos los mercados de valores estadounidenses, denominada Rule 19c-4⁴⁴² en 1988 (17 CFR § 240.19c-4). El objeto de la misma era prohibir la emisión de acciones con derechos de voto desproporcionados al impedir a las *self regulatory organizations* - en adelante, SRO’s- que sociedades cuyos valores fueran a admitirse a cotización en sus “*listings*” llevaran a cabo la emisión de acciones con un derecho de voto restringido. A pesar del expreso pronunciamiento de la SEC en favor

En Europa, también nos encontramos con una situación parecida donde no consta una aplicación uniforme del principio pues, a pesar de la propuesta de la Quinta Directiva, no se ha llegado a armonizar esta cuestión⁴⁴³. Así quedaba reflejado en el Informe *Report on the Proportionality Principle in the European Union* solicitado por la Comisión Europea donde se detectaron hasta 13 desviaciones del principio de proporcionalidad en forma de mecanismos de control reforzados. Sin embargo, en relación a nuestro objeto de estudio, no se examinaron las prácticas de mercado, tales como el préstamo de valores o los derivados financieros, por lo que es necesario en este estudio analizar la incidencia del *empty voting* incidencia en dicho principio.

En España, con carácter general, la atribución del derecho en las sociedades se ha regido bajo el principio de proporcionalidad real⁴⁴⁴, es decir, la influencia del socio en la junta general se determina en función de su participación en el capital social⁴⁴⁵. La aplicación de este principio no refleja una democracia accionarial basada en el sufragio universal de un socio, un voto, sino más bien una plutocracia, en razón del interés de cada socio⁴⁴⁶. El seguimiento de este principio se aprecia principalmente en sociedades anónimas, en particular en sociedades cotizadas, pues el carácter *intuitus pecuniae*⁴⁴⁷ requiere una proporción entre voto y participación en el capital social, lo que se traduce

de la defensa de la igualdad entre el accionariado, con el reforzamiento la primacía de la regla “una acción, un voto”, la regla 19-4c fue invalidada por la corte de Columbia (Business Roundtable v. SEC, 905 F.2D 406) al evidenciar que la SEC se había excedido de sus poderes al regular la distribución del poder entre las clases de socios; por consiguiente, estaba fuera de sus competencias recogidas en la 19 SECA al ser una materia competencia de los Estados. Aunque en la actualidad, la SEC no ha intentado revitalizar la regla 19-4c, sin embargo, tanto NYSE, NASDAQ o *American Stock Exchange* han adoptado en sus *listings* reglas similares a la 19-4c; por consiguiente, las sociedades que quieran cotizar en los mercados de valores estadounidenses no podrán desviarse del principio de un voto por acción, extremo este recogido en la 313(A) del *listing rule* de NYSE y 5640 de Nasdaq (Un análisis detallado de la regla puede verse en BAINBRIDGE, D., “SEC Rule 19c-4”, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 69:565. FISCHER, D. R., “Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock”, 54 *U. Chi. L. Rev.* 119, 1987, p., 20, citando a *Validity of Variations from One Share-One Vote Under Modern Corporate Law*, 3, ALR4th, 1204)

⁴⁴³ Las vicisitudes de la posición en la Unión Europea sobre la armonización del principio de proporcionalidad, entre otros, vid. GUERRA MARTIN, G., *Las limitaciones estatutarias al número máximo de votos en las sociedades cotizadas*, Monografías RMV, nº 5, 2010, pp. 43 y ss; GARRIDO GARCÍA, J. M., “El principio de proporcionalidad de capital y control en la unión europea” en AA.VV., *Estudios de derecho mercantil: En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, 2010, pp. 277 y ss.

⁴⁴⁴ GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas...*” op. cit., P. 207.

⁴⁴⁵ URÍA, “El derecho de voto...”, op. cit., p. 70, cit., BONDI, *Die rechte der aktionare*, 1930 p. 183.

⁴⁴⁶ OLIVENCIA, M., “Algunas cuestiones sobre el derecho de voto en la sociedad anónima”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo 17, 1972, p. 271, voto lo define como “una unidad de medida” en el sentido de determinar el interés de cada socio en la sociedad.

⁴⁴⁷ Para, URÍA, “El derecho de voto...”, op. cit., p. 73, sólo el sistema proporcional resulta compatible con el carácter *intuitus pecuniae* que reviste la sociedad anónima.

en el fortalecimiento del principio de mayoría que se materializará en la toma de decisiones acordes con el interés social “*maior pars, melior pars*”⁴⁴⁸.

Partiendo de la división del capital en acciones del artículo 1 LSC, el art. 90 LSC define las acciones como partes alícuotas, indivisibles y acumulables del capital social. El artículo 91 LSC viene a anudar la condición de accionista a la titularidad de la acción⁴⁴⁹ y dicha condición se nutre de un haz de derechos, enumerándose en el art. 93 LSC los de carácter mínimo, entre los que se encuentra el derecho de voto. El *status* jurídico del accionista, por lo tanto, viene determinado por el número de acciones que posee del total que integra el capital social. Así, la acción es el instrumento de medida de la participación del accionista en la sociedad y el capital social es el referente para la determinación derechos del accionista en la sociedad anónima⁴⁵⁰.

La potencia del voto del accionista se determina en proporción al capital suscrito, no al desembolsado, en base al art. 96. 2LSC. En este sentido, la capacidad de influencia del accionista viene determinada por la aportación del accionista a la sociedad, de forma que cuanto mayor sea la aportación, mayor número de acciones ostentará y, por ende, mayor será la intensidad con que pueda ejercitar los derechos sociales, en particular, el derecho de voto. La proporcionalidad entre el voto y el capital suscrito ha sido reforzada por el legislador al prohibir la emisión de acciones privilegiadas que comporten una alteración directa o indirecta de la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia (art. 96. 2 LSC), prohibición que viene a reiterarse en el art. 188 LSC respecto a la imposibilidad de creación de acciones caracterizadas por una desproporción entre voto y valor nominal de la acción. En definitiva, la proporcionalidad manifestada en sendos artículos infiere que nuestro ordenamiento prohíbe la emisión de la acción con voto plural⁴⁵¹.

⁴⁴⁸ En este sentido, GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas...*” *op. cit.*, 274 considera que como regla general “a mayor riesgo en la empresa mayor interés en ella” aunque apunta también que no en todos los casos sucede así.

⁴⁴⁹ URÍA, R (*Et al*), “La sociedad anónima: la acción en general”, en Curso de Derecho Mercantil, 2ª ed., p. 871: “la acción como una pura expresión de aquella posición jurídica compleja que sintéticamente conocemos como la cualidad de socio, una cualidad que se nutre de posiciones activas de naturaleza heterogénea y que engloban, de un lado, derechos en sentido estricto, de otro, prerrogativas”.

⁴⁵⁰ En atención a las variedades sobre la proporción acción-derechos del socio, vid. SANCHEZ CALERO, F., “La división del capital en acciones”, en ALONSO UREBA, A., DUQUE DOMINGUEZ, J., ESTEBAN VELASCO, G., GARCIA VILLAVERDE, R. y SANCHEZ CALERO, F., *Derecho de Sociedades Anónimas-II Capital y acciones*, Civitas, p. 24 y ss.

⁴⁵¹ Al respecto, vid. RECALDE CASTELLS, A., *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Madrid, 1996.

No obstante, el legislador ha admitido expresamente derogaciones al principio de proporcionalidad mediante las limitaciones al derecho de voto y las acciones sin voto⁴⁵². Así, en primer lugar, el art. 98 LSC admite la emisión de acciones sin voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado en el art. 98 LSC; en segundo lugar, los estatutos pueden fijar el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores (si bien la cláusula queda sin efecto tras una oferta pública de adquisición si el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 por ciento del capital que confiera derechos de voto y salvo que dicho oferente no estuviera sujeto a medidas de neutralización equivalentes o no las hubiera adoptado 188 y 527 LSC). Este precepto implica que estatutariamente se puede prever la alteración entre la potencia del voto y la participación en el capital social operando como una cláusula anti-opa. La doctrina respalda la uniformidad de la cláusula estatutaria puesto que la limitación en la potencia del voto no puede afectar únicamente a una clase de acciones, pues resultaría contrario al principio de proporcionalidad propugnado en el art. 96. 2⁴⁵³.

En definitiva, el principio de proporcionalidad real entre el capital de las acciones y el derecho de voto (*real prinzip*⁴⁵⁴) se ha visto modulado por el propio legislador solo en los supuestos tasados de acciones sin voto y límite de votos por accionista. Procederemos a analizar en lo que sigue si el *empty* es un ejemplo de una desviación de este principio o su potencial incidencia.

3. 2. La naturaleza de la desviación.

Consideremos ahora el examen pendiente en el *Report on the Proportionality Principle in the European Union* al respecto de la naturaleza de la disociación generada por las prácticas de mercado. A lo largo de las páginas precedentes, se ha ido delineando los aspectos fundamentales de la disociación que provoca el *empty voting*, en este apartado no se pretende reiterar las características intrínsecas sino su posible vestidura externa como ejemplo de desviación de la regla *one share-one vote*.

⁴⁵² CAMPUZANO, A., “Artículo 93. Derechos del socio”, en ROJO, A. y BELTRÁN, E. (Dir.) *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, Tomo III, Civitas, Navarra, 2011, p. 796.

⁴⁵³ Al respecto, vid. RECALDE CASTELLS, A., *Limitación estatutaria del derecho del voto en las sociedades de capitales*, Madrid, 1996.

⁴⁵⁴ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., *Derecho de sociedades*, Tirant lo Blanch, 2010, p. 419.

La disociación resultante del recurso a préstamo de valores o derivados *equity* que logran alcanzar el *empty voting* son de carácter volitivo, es decir, constituyen un plan preconcebido del accionista que responde a una estrategia económica⁴⁵⁵. La ingeniería financiera lleva la influencia en la junta general a un nivel superior, pues se consigue disociar con carácter general el riesgo de mercado del derecho de voto, y en ciertos contratos también el derecho al dividendo y, por tanto, el accionista ejerce el derecho de voto sin soportar las consecuencias de las decisiones adoptadas⁴⁵⁶. De esta primera característica de la naturaleza de la disociación ya se desprende que no es un ejemplo de desviación del principio de proporcionalidad entre la acción y el voto sino entre el voto y el riesgo o interés económico⁴⁵⁷.

Asimismo, la falta de transparencia que rodea a las estrategias de *decoupling*, aleja a éstas de otros tipos de desviaciones donde el inversor y los socios conocen de antemano el tipo de desviación⁴⁵⁸, al aparecer recogida en los estatutos de la sociedad en la que invierte⁴⁵⁹; o bien, es partícipe de su adopción a través de la votación de una modificación estatutaria⁴⁶⁰. En particular en supuestos de acciones sin voto, aparecen referidas en los estatutos y el inversor paga un precio inferior que refleja la preservación del control por el *insider*, manifestación del valor de los derechos de control. Del mismo modo, en sociedades de estructura piramidal, el inversor conoce que en la cúspide de la pirámide el accionista de control tiene derecho de voto no proporcional y su repercusión en el precio de las acciones que cotizan a un precio menor, descontando así el precio del control⁴⁶¹. O de la misma manera en sociedades con estructura dual, se sabe de

⁴⁵⁵ MONGA, A. "Using derivatives to manipulate the market for corporate control", *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 2006, p. 188.

⁴⁵⁶ KAHAN, M y ROCK, E. B., "The Hanging Chads...", *op. cit.*, p. 452. SORKING, A. R., "Nothing ventured, everything gained", *The New York Times*, 2 diciembre 2004.

⁴⁵⁷ En esta misma línea, destacando las divergencias entre esta desviación y las que se desvían del principio de proporcionalidad, vid. RINGE, W-G., *The deconstruction of equity...*, *op. cit.*, p. 76, MUÑOZ PÉREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, negando la equiparación a los CEMS del citado Informe de la UE, p. 201; FERNANDEZ DEL POZO, L., "Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado "voto vacío", *op. cit.*, p. 639. En contra, considerando su posible equiparación, vid. GRANT, H. M. y MATTHEW, B. T., "One Share, One Vote and The False Promise of Homogeneity", *Cardozo L. Rev.*, N° 30, 2008, pp. 447-448. PARTNOY, M y SHAUN, P. M., "Encumbered shares", *University of Illinois Law Review*, 2005, p. 787.

⁴⁵⁸ RINGE, W-G., *The deconstruction of equity...*, *op. cit.*, p. 76 las categorizada como "desviaciones internas", que afectan a las motivaciones de los socios que las utilizan.

⁴⁵⁹ MONGA, A. "Using derivatives...", *op. cit.*, p. 210-212.

⁴⁶⁰ FERRARINI, G., "Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario", en BALZARINI (Et al), *La società per azioni oggi*, Collana della Rivista delle Società, 2007, p. 645.

⁴⁶¹ MONGA, A. "Using derivatives...", *op. cit.*, pp. 211-212.

antemano la estructura del capital de la sociedad porque así consta estatutariamente. Sin embargo, el *decoupling*, en particular el *empty voting*, no requiere que la sociedad apruebe dicha desviación ni tampoco se ha de informar de antemano de la cobertura de riesgo elegido, por lo tanto es de carácter sorpresivo⁴⁶².

En último término, si analizamos la regulación de la limitación del derecho de voto en nuestro ordenamiento el *empty voting*, no se asimila a las limitaciones de voto que admite el art. 97 y 527 LSC, que se circunscriben a la fijación estatutaria de un número máximo de votos por accionista. A su vez, la LSC guarda silencio al respecto de la prohibición de limitar el riesgo económico anudado a la acción y a su vez que sea el accionista y no la sociedad el que cree la desviación.

Se puede concluir que ninguna de las notas indica que el *empty voting* sea una desviación al principio de proporcionalidad⁴⁶³, pues no es una disociación entre capital y voto, sino una disociación entre voto y riesgo. No obstante, sí que incide en el principio de proporcionalidad aunque sea de manera indirecta pues pone en tela de juicio la pretendida eficiencia de este principio para distribución de los derechos del socio⁴⁶⁴. En efecto, el crecimiento de situaciones *decoupling*, propiciado no sólo por su bajo coste sino también por la proliferación de ciertos inversores, como los *hedge funds*, que han optado por estrategias activistas, ha debilitado la concepción clásica del accionariado como clase homogénea⁴⁶⁵, dada la disociación entre el derecho de voto y el riesgo de mercado, y en ciertos supuestos los derechos económicos⁴⁶⁶; como ya se había alertado,

⁴⁶² CUNNINGHAM, K.C., "Examination of judicial policy ...", p. 308, FERRARINI, G., "Prestito titoli...", *op. cit.*, p. 645.

⁴⁶³ Vid. nota *supra*, n. 211.

⁴⁶⁴ Entre los autores que defienden la necesaria equivalencia entre derecho de voto interés económico en la *shareholder franchise*, vid. KARMEL, R. S., "Voting Power Without Responsibility or Risk - How Should Proxy Reform Address the *Decoupling* of Economic and Voting Rights?", *Villanova Law Review*, Vol. 55, 2010, p. 94 o THOMSON, R. B/ EDELMAN, P. H., *op. cit.*, p. 153.

⁴⁶⁵ Ha habido autores que tradicionalmente defienden que los intereses de los accionistas están muy fragmentados, vid. ANABTAWI, I., "Some Skepticism about Increasing Shareholder Power" *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, No. 05-16, 2005, p.4; la *team production theory* considera que "en un mundo donde la información es imperfecta y costosa, los inversores racionales tenderán a presentar expectativas heterogéneas, vid. STOUT, L. A., "Are Takeover Premiums Really Premiums? Market, Price, Fair Value, and Corporate Law", 99 *Yale L.J.* 1235 616

⁴⁶⁶ Así se han manifestado, HU, H. T. C. y BLACK, B., "Debt, equity, and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications", *European Financial Management*, vol. 14, 2008, p. 3; FRANKEL, T., "The New Financial Assets: Separating Ownership from Control", 33 *Seattle U. L. Rev.*, 2010, p. 935; THOMSON, R. B/ EDELMAN, P. H., "Corporate Voting", *Vanderbilt Law Review*, Vol. 62, 2009, p. 153. No obstante, cabe recordar que, antes de la innovación financiera y la problemática de la compra de votos, también se podía disociar la propiedad y el voto mediante la adopción de estructuras duales en las sociedades (*dual class shares*). La diferencia fundamental reside en la transparencia de la

se ha pasado de la separación de la propiedad del control propugnada a la separación del capital.

Desde esta perspectiva, la distribución del poder de voto en atención al interés residual en la sociedad no encaja en este nuevo escenario donde se consigue reubicar el riesgo económico asociado a dicho interés residual en la sociedad⁴⁶⁷ generando heterogeneidad de intereses entre aquellos accionistas puros y aquellos otros que han cubierto su interés económico en la sociedad⁴⁶⁸. La eliminación de la exposición al riesgo económico del *empty voter* distorsiona el ejercicio del voto ya que un accionista que vota sin riesgo no votará del mismo modo que el accionista que le afecta el riesgo económico⁴⁶⁹; aunque fuera únicamente una pequeña reducción del riesgo, por lo tanto, se rompe la premisa de que todos los accionistas persiguen el incremento del precio de la acción, con el fin de maximizar el valor de la compañía y que su voto se ejercerá en el mejor interés, pues la cobertura de la posición puede ser tal que se persiga la reducción del valor de la sociedad⁴⁷⁰. El problema reside en que los votos no alertarán de la falta equivalencia de intereses entre el *empty voter* y el resto del accionariado⁴⁷¹. Como veremos con posterioridad, otra de las consecuencias es que la toma de decisiones no beneficiará a todos los accionistas, lo que puede dar lugar a la aparición de problemas de gobierno corporativo porque el voto puede dejar de cumplir su fin de gobernanza y generando nuevos costes de agencia para el resto de accionistas e inversores. En última instancia, hace replantearnos si en todo caso el socio ostenta el interés residual óptimo para ejercer el derecho de voto en las juntas generales de sociedades cotizadas ante la divergencia de intereses que pueden manifestarse al haber escindido el riesgo asociado a dicho interés residual en la sociedad⁴⁷².

operación, mientras que las sociedades de estructura dual ha de hacerse pública la estructura, en la “nueva compra de votos” no existe el componente de transparencia en las operaciones, en este sentido, vid. CUNNINGHAM, K.C., *op.cit.*, p.308 o HU, H. T. C/ BLACK, B., “The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership”, *Southern California Law Review*, vol. 79, 2006, nº 4, p. 858.

⁴⁶⁷ PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., p. 778 y 793. DAVIES, P. L., “Shareholders...”, *op. cit.*, pp. 492-493.

⁴⁶⁸ MARTIN, S. y PARTNOY, F., *op. cit.*, p. 810.

⁴⁶⁹ Considerando que aquel accionista que no soporta ningún riesgo sobre las acciones, ejerce siempre el voto de manera egoísta, para obtener beneficios privados lo que tiende a ser ejercido de manera abusiva, *vid.*, RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, p. 35.

⁴⁷⁰ MONGA, A. “Using derivatives...”, p. 208; NATHAN, *op. cit.*, p. 6.” *Economic argument: the right to vote should be directly associated with the other economic incidents of equity ownership in order to produce governance decisions that benefit the entire class of equity holders*”.

⁴⁷¹ RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, *op. cit.*, p. 26.

⁴⁷² En esta línea, *vid.* RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, pp. 34-35, subrayando la necesaria alineación entre voto y interés financiero también en casos de empty voting, THOMSON, R. B/

4. La exacerbación de la heterogeneidad del accionariado.

Tal como se ha analizado con anterioridad, la homogeneidad accionarial parece consustancial al principio *one share one vote*, siempre que los accionistas tengan los mismos incentivos para reducir los costes de agencia y promover los mismos objetivos. La práctica en general evidencia que los accionistas forman un grupo heterogéneo con diversidad de intereses y posturas en relación a la realización del interés social⁴⁷³.

El recurso al *decoupling*, en particular, el *empty voting*, ha exacerbado la heterogeneidad de intereses entre los socios al añadir nuevos factores disonantes, pues a la posible contraposición entre los intereses de los accionistas mayoritarios y minoritarios, se añade la divergencia entre aquellos que recurren al *empty voting* y cubren el riesgo de su posición y el resto de accionistas que no han seguido estas prácticas⁴⁷⁴. Además, como quienes recurren a estas estrategias pueden tener un horizonte inversor cortoplacista, tal como es el caso de los *hedge funds*, se añade una nueva diferenciación entre los accionistas a corto plazo y los que cubren el riesgo con un enfoque cortoplacista en su inversión⁴⁷⁵.

El problema de esta contraposición de intereses se manifestará cuando que el *empty voter* consiga influir de manera determinante en las sociedades en las que invierte sin asumir las consecuencias de las decisiones que se adopten a diferencia del resto del accionariado que no reúne a estas técnicas⁴⁷⁶. Nos referimos al accionista minoritario, por ejemplo un *hedge fund*, que cubre su posición en una sociedad, aprovecha su *status* de accionista significativo y fuerza la adopción de un acuerdo que afecta a la totalidad de los accionistas⁴⁷⁷ y que sólo a él le beneficia, resultando la estrategia paralela a

EDELMAN, P. H., "Corporate Voting", op. cit., 175. Mientras que HAYDEN, G. M. y MATHEW, B. T., "One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity, *Cardozo L. Rev.*, 30, 2008, p. 500 critica que el principio *osov* no va más allá del interés residual, cuando aparecen otros intereses cuando se escinde el riesgo de dicho interés residual que haga prevalecer (entre otros casos, en el accionista que cubre su posición en la sociedad (...)) "*the shareholder has interests that threaten to override the shareholder's individual interest in the residual*".

⁴⁷³ HAYDEN, G. M. y MATHEW, B. T., "One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity, *Cardozo L. Rev.*, 30, 2008, p. 499-501

⁴⁷⁴ PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., "Encumbered shares" op. cit., p. 794.

⁴⁷⁵ HAYDEN, G. M. y MATHEW, B. T., "One Share, One Vote...", p. 449.

⁴⁷⁶ KATZ, J. J., op. cit., p. 1516.

⁴⁷⁷ CHEFFINS, B. R; ARMOUR, J., "Past, Present, and Future...", pp. 27-28, considera esta opción poco probable pues dada su posición minoritaria, para adquirir esos beneficios privados, va a necesitar de la ayuda del resto del accionariado, convenciéndoles que el cambio es bueno para la sociedad, asimismo el

aquellas operaciones interesadas o desleales de los administradores⁴⁷⁸. Este inversor activista minoritario viene respaldado a su vez por un laxo control legal de su conducta debido a que, como se procederá a examinar posteriormente, a los socios, en particular aquellos que no tienen una posición de control, no se les exige un deber de fidelidad al ejercer sus derechos con carácter general, por lo que podrá votar en su propio interés. En efecto, la concepción legal tradicional del accionariado disperso o minoritario sin suficiente poder de influencia ha ignorado que el voto del minoritario (*empty voter*) puede resultar determinante para la adopción del acuerdo, el denominado como “*swing vote*”⁴⁷⁹, lo que incrementa así el riesgo de que el sentido del voto vaya en contra de la maximización del interés social⁴⁸⁰, prevaleciendo el interés del socio que ha cubierto su posición en la sociedad. Habrá que tener en cuenta también, a pesar de que no es objeto de nuestro estudio, que no sólo el *empty voting* se produce en el ejercicio del voto sino que también pueden manifestarse en el ejercicio de los restantes derechos de minoría⁴⁸¹.

El eventual conflicto de intereses del *empty voter* que acabamos de apuntar no es nuevo, razón por la que ha sido considerado por algunos autores como “un ejemplo de un viejo problema” porque los conflictos de intereses que emanan de la separación entre la

hecho de que mejore los returns en la sociedad, da a entender que no es una estrategia llevada a cabo por ellos. No obstante, PARTNOY, F., “U.S. Hedge Fund Activism”, en AA. VV., *Research Handbook on Shareholder Power*, Elgar Press, 2015, *San Diego Legal Studies Paper* No. 15-187. p. 26, establece que hay evidencias de que los *hedge funds* están recurriendo a “*troubling practices*” con el recurso al *empty voting*.

⁴⁷⁸ ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, *op. cit.*, p. 37

⁴⁷⁹ Tampoco se percata del impacto marginal del voto en una decisión, pues si dos accionistas tienen el 49%, uno se opone a una operación mientras que el otro la apoya, el accionista que ostente el 2% es quien determinará la decisión final “*swing vote*” y no se ve cubierto por el deber de lealtad pues un 2% no es suficiente para controlar una sociedad, *Ibid.* p. 21

⁴⁸⁰ “Es de sobra conocido, que, cuándo los votantes tienen distintas preferencias no es posible agregar sus preferencias en un sistema coherente de opciones (*a consistent system of choices*)”, en EASTERBROOK, F.H., y FISCHER, D.R., “Voting...”, p. 405, siguiendo a ARROW, K. J., *Social choice and collective values*, 2ª ed., 1963. En términos de eficiencia también se ha analizado que la heterogeneidad de los votantes implica que la sociedad no sea óptimamente eficiente, *vid.* MONGA, A., “Using derivatives to manipulate the market for corporate control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, nº 12, 2006, pp. 208-209. El voto por accionistas heterogéneos y que tiende a la ineficiencia ha sido acuñado como “voto deshonesto”, *vid.* SCHOUTEN, M. C., “The Mechanisms of Voting Efficiency”, *University of Cambridge, Working Paper* No. 411, 2010, p. 49.

⁴⁸¹ De otra parte, el problema del *empty voting* no solo acontece en el ejercicio del derecho del voto, sino que también puede darse en otros derechos que pueden ejercerse cuando se tenga un porcentaje de votos determinado —es decir, los derechos de minoría como son el derecho a la convocatoria de Junta, a incluir puntos en el orden del día, al derecho de impugnación de acuerdos, o el derecho de información sobre las cuentas de la empresa, *vid.* CLOTTENS, C., “Empty Voting: A European Perspective”, *ECFR*, 4, 2012, pp. 452 y 453. Como casos paradigmáticos, en EEUU, cabe reseñar, el “empty appraisal”- *In re appraisal of ancestry.com, inc.*, 5, enero de 2015, C.A. No. 8173-VCG disponible en <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=217060>- y el “empty inspecting”- *Deephaven risk arb trading ltd., v. unitedglobalcom, inc.*, 13 de julio de 2015, Memorandum of opinion, Chancery Court of Delaware.

propiedad formal y económica ya existían con anterioridad⁴⁸². Por este motivo, podríamos decir que nos encontramos ante una segunda era de la separación del riesgo de la posición y los derechos económicos del derecho de voto⁴⁸³, donde el *empty voting* viene a añadir un componente más de heterogeneidad entre el accionariado⁴⁸⁴. Dejaremos para su examen posterior el tratamiento en nuestro ordenamiento del conflicto de intereses y su posible aplicación a los supuestos de *empty voting*, ya que la pretensión de este apartado es únicamente introducir de manera general los efectos adversos por lo que resaltamos tan sólo las notas fundamentales del conflicto de intereses del *empty voter*.

El análisis del *empty voting* como un conflicto de intereses del socio requiere precisar como punto de partida que, en general, el recurso a la cobertura de la posición a través de derivados o préstamo de valores es una práctica lícita. Se ha de distinguir, por tanto, entre aquellos supuestos en los que el *empty voting* sea contrario al interés social y los que no lo son porque la consideración del *empty voting* como un supuesto de conflicto de interés de raíz resultaría discriminatoria. En efecto, tal como hemos señalado, no todos los accionistas tienen los mismos intereses, por lo que se podría aducir que también se tendría que reconsiderar el voto de los accionistas en general por dicha falta de intereses comunes. Es más, se defiende que el *empty voting* puede resultar una vía para que el minoritario pueda adoptar decisiones que visualiza su beneficio a largo plazo pero que a corto pueden no resultar bien recibidas en los mercados por lo que a fin de cuentas, el recurso a técnicas de cobertura puede ser una vía para hacer frente a la mayoría⁴⁸⁵. A pesar de las ventajas de un adecuado recurso al *empty voting*, el inversor

⁴⁸² Aunque admitían que podría convertirse un problema en el futuro -el documento estudio data del año 2007, la complejidad de su regulación residiría en que los mecanismos de disociación no son equivalentes, es más, podría ralentizar el ejercicio del voto en aras a la comprobación del recurso a la innovación financiera, por lo que resultaría más adecuado la vigilancia ex post por los tribunales, vid. KAHAN, M/ ROCK, E. B., “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control.”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, p. 1076-1077, 2007. En las mismas época, otros autores sí que alertaban del daño que produce a la Junta general este tipo de operaciones, considerándolas como una sofisticada técnica de arbitraje utilizada por los *hedge funds* que provoca el “secuestro” del voto del accionariado, en ese sentido, vid. KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot...”, pp. 1486- 1487;

⁴⁸³ FRANKEL, T., op. cit., op. cit., p. 932

⁴⁸⁴ HAYDEN, G. M. y MATHEW, B. T., “One Share, One Vote...”, op. cit., p. 449; mientras que NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, p. 224, interpreta los postulados de JENSEN del siguiente modo: “When we remove the assumption of shareholder homogeneity and consider the actual conflicted nature of their preferences, we can no longer justify shareholder democracy base on the traditional rationales.”

⁴⁸⁵ En este sentido, alerta TAMAR FRANKEL, op. cit., pp. 951-952, que un “artificial voting stake” (refiriéndose al *decoupling*) que represente la mayoría o una minoría de bloqueo puede ser determinante en una votación de la Junta general.

que recurre a estas técnicas no tiene porqué utilizar su voto de manera altruista ya que pueden darse situaciones de abuso y, por consiguiente, se hace necesario trazar una línea entre aquellos supuestos en los que el recurso al *empty voting* es legítimo y aquellos que no lo es⁴⁸⁶. Es decir, habrá que determinar hasta qué punto el interés del *empty voter* puede llegar a prevalecer sobre el interés en general⁴⁸⁷.

Pues bien, el potencial conflicto se materializa a través de la adopción de acuerdos gracias al voto del *empty voter* influyente y los efectos de su aprobación solo benefician al *empty voter*⁴⁸⁸ pudiendo perjudicar a la sociedad o al resto de socios. Esta circunstancia no se da en todos los supuestos de *empty voting*, siendo particularmente cuestionable el caso del accionista que ostenta un interés económico negativo mediante la sobre cobertura de su posición en la sociedad. En estos casos, el accionista con una posición neta negativa se beneficiará si el valor de la acción de la sociedad decrece circunstancia que, por el contrario, afecta al resto del accionariado que no ha cubierto su posición⁴⁸⁹. Por consiguiente, la situación de conflicto más grave proviene del subtipo de *empty voting* acuñado como *negative voting* que anteriormente se ha analizado⁴⁹⁰. En la estrategia del *negative voter* suele detectarse un patrón común, un accionista cubre su

⁴⁸⁶ LEPLAT, F. (Dir.), *Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement...*, p. 28.

⁴⁸⁷ KRAAKMAN, R (ET AL.), *The anatomy of corporate law*, p. 60. Con carácter general, ante una mayor heterogeneidad de intereses entre el accionariado, que provocan s afán porque se tomen decisiones en la sociedad que en vez de beneficiar a todos en general suponga una satisfacción de sus intereses económicos personales, vid. ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, p. 5; HAYDEN, G. M. y MATHEW, B. T., “One Share, One Vote...”, p. 500

⁴⁸⁸ En este sentido, se citan como ejemplos: *election of the shareholder’s cronies to the board in order to effect transactions that divert wealth to the shareholder at the expense of or the detriment to the corporation’s other shareholders (e.g., self-dealing), (ii) divestiture of long-term productive assets to cause short-term distributions of corporate wealth, and (iii) causing the corporation to merge with another entity controlled by the shareholder on terms that benefit the latter entity at the expense of the corporation.* DOMBALAGIAN, O. H., “Can Borrowing Shares...”, *op. cit.*, p. 1235. Generando por tanto “*inferior voting outcomes*”. No obstante, hay autores que consideran, partiendo de la base de la *shareholder wealth maximization*, las transacciones que incrementan *firm wealth* son siempre deseables, siempre que trate a todos los accionistas justamente. Transacciones que reduzcan el valor de una sociedad, pero incrementen la sociedad wealth son beneficiosas – como por ejemplo, centrando el social wealth sobre operaciones cuyo impacto es neutral para las sociedades de una industria o un mercado, es decir los inversores de un sector específico o un “*broad based index portfolio*” no les importa como esos beneficios están específicamente distribuidos among los accionistas de cada parte de la transacción siempre que existan mecanismos que eviten o naturalicen injusticias para los accionistas, vid. KAHAN, M., y ROCK, E. B., “The Hanging Chads...”, *op. cit.*, p. 1267.

⁴⁸⁹ Por el contrario, COHEN, J., *op. cit.*, p. 242, defiende que aquellas formas de *empty voting* que no lleguen a tener un interés económico negativo y el *hidden ownership* puede consentirse desviaciones OSOV válidas cuando los intereses de un tercero están protegidos.

⁴⁹⁰ PARLAMENTO EUROPEO, *The use of shareholder voting rights during the general assembly of company shareholders*, IP/A/ECON/2008-32, 2009, p. 23 : “an *empty voter* or a third party to whom such investor rents his or her interest”.

posición en la sociedad “A” y, a su vez, tiene una posición en otra sociedad “B”. Para promover que haya beneficios en ésta última, el *negative voter* vota en contra del mejor interés de la sociedad “A”. En definitiva, el voto del *negative voter* es un voto en conflicto, contrario al interés social de la sociedad “A” y en su detrimento, pero en favor de su interés en la sociedad “B”⁴⁹¹. Uno de los principales problemas que se presenta es la imposibilidad de perseguir el comportamiento del *empty voter* ya sea porque no reúnen los caracteres del abuso o porque es difícil de probar⁴⁹², pues estas prácticas llevadas a cabo en mercados *OTC* no suelen ser transparentes y, por ende, de difícil detección⁴⁹³. Con todo, en la mayoría de los casos, el potencial conflicto del *empty voter* no llega a materializarse. El hecho de que entre otros, los *hedge funds*, por ejemplo, adopten posiciones en sociedades diversas no implica que el *empty voter* vaya a provocar un daño en la sociedad en la que invierte⁴⁹⁴. Asimismo, se ha de tener en cuenta que las operaciones de cobertura cubren los riesgos pero también limitan los beneficios; es decir, al limitar tanto los beneficios como las pérdidas, se podría decir que no es una operación injusta en todo caso⁴⁹⁵.

En esta misma línea, varios estudios realizados por diversas instituciones refuerzan este posicionamiento. En EEUU, la SEC alerta que aquellos inversores con derecho de voto pero sin apenas interés económico o con interés económico negativo en las acciones prefieren que el precio de las acciones baje en vez de incrementarse debido a la cobertura de las acciones. En definitiva, si el *decoupling*, en particular, aquellos supuestos de sobre cobertura de riesgo, se convierte en una técnica utilizada con frecuencia puede llevar a que el inversor pierda la confianza en los mercados de valores⁴⁹⁶. En Europa también se han realizado algunos estudios al respecto⁴⁹⁷. En

⁴⁹¹ *Ibid.*

⁴⁹² FERRARINI, G., “Prestito titoli...”, *op. cit.*, p. 642.

⁴⁹³ El Capítulo 3 se dedica a analizar los métodos para detectar los supuestos de *decoupling*.

⁴⁹⁴ FERRARINI, G., “Prestito titoli...”, *op. cit.*, p. 639, defiende que el ejercicio del voto por el *empty voter* no es tanto que se produzca un conflicto de intereses con la sociedad, sino más bien, una decisión contraria al interés de la minoría; en este sentido, el caso *Perry Milan* –analizado desde el punto de vista italiano– es considerado como un supuesto encajable en el abuso de la mayoría, en cuanto la mayoría abusa del voto, dañando a los minoritarios.

⁴⁹⁵ LEE, M., *op. cit.*, p. 902.

⁴⁹⁶ SEC Releases, p. 139: *For example, an empty voter with a negative economic interest in the company may prefer that the company’s share price fall rather than increase. Such a person’s voting motivation contradicts the widely-held assumption that equity securities are voted based on an interest in increasing shareholder value and in a way to protect shareholders’ interests or enhance the value of the investment in the securities. That assumption—a core premise of state statutes requiring shareholder votes to elect directors and approve certain corporate decisions—may be undermined by the possibility that persons with voting power may have little or no economic interest or, even worse, have a negative economic*

concreto, la ESMA llevó a cabo una consulta sobre el *empty voting*. Se solicitaba la opinión de los operadores en relación con el potencial impacto del *empty voting* en las sociedades cotizadas al ejercitar el derecho del voto sin tener interés económico⁴⁹⁸. La mayoría de las respuestas subrayaron que la consecuencia negativa del *empty voting* es la potencial desconexión ente los intereses económicos y el derecho de voto. Puede producir un daño para la mayoría de los accionistas si este comportamiento fuera en contra del interés a largo plazo de la sociedad. En particular, hacen notar cómo el *empty voting* es nocivo cuando hace prevalecer en la junta general sus intereses personales o los del tercero que le instruye la dirección del voto en detrimento del interés de la compañía⁴⁹⁹. Otras respuestas también hacen hincapié en que el *empty voting* puede

interest in the shares they vote. It is a source of some concern that elections of directors and other important corporate actions, such as business combinations, might be decided by persons who could have the incentive to elect unqualified directors or block actions that are in the interests of the shareholders as a whole.

⁴⁹⁷ El AMF donde observa el problema es en el activismo de ciertos accionistas cortoplacistas que adquiere grandes bloques de acciones justo antes de la Junta general con el fin de “disrupt” a los administradores sin afrontar las consecuencias de sus actos. Pudiendo alcanzar influencia suficiente que persuada a otros accionistas de su credibilidad y así se garnatice los cambiso posteriores sin asumir los riesgos que implica la propiedad de las acciones . AMF 2 y 3. La CNMV centró su atención en el activismo de los *hedge funds* , destacandos los efectos nocivos que podía tener si el órgano de administración hiciera caso a los hedge fund.s

⁴⁹⁸ ESMA, *Call for evindence on Empty Voting- Feedback statement*.

⁴⁹⁹ ESMA, *Call for evindence on Empty Voting- Feedback statement* p.8 se sintetizan las respuestas. En particular cabe destacar, en el caso español, Emisores españoles aluden al recurso al *empty voting* por un inversor estratégico que vota de manera incorrecta, pudiendo ser usu fin manipular los resultados de la Junta general y así con generar *trading gains* de dicha operación. Consideran que supone un atentado contra los principios generales del derecho societario, pues aquel que ejercita el voto ejerce una influencia sin ningún tipo de consecuencia financiera, vid. Emisores Españoles, p. 13. Sin embargo, otro apuntan en otros ordenamientos, como es en Reino Unido, que el accionista no tienen ninguna obligación de votar en los mejores interés de la compañía, es mas solo en el caso de supuestos de tenencia indirecta de acciones deben un deber actuar en los intereses de dicha persona, por consiguiente pueden tanto los accionistas como aquellos *empty voter* de la misma manera haciendo prevalecer sus propios intereses, vid. The City of London Law Society, p. 3. Algunos consideran algunos como la mayoría alcanzanda en la Junta general está distorsionada, pues el *empty voter* puede ejercer influencia mediante l atoma de decisiones sin impacto económico en el mismo, vid. ICSA, Computersharegroup, p. 4, en concreto se evidencia la distorsión en j. g. extraordinaria M&A y eventos activistas, vid. Computershare, p. 5, provocando dicha distorsion que sea muy negativa cuando el resultado de la votación no era lo que querían los que votaron y su interés era proporcional a su voto, vid. Manifes, p. 5. Mientras que otras respuestas concretan que hay que dividir entre el “intentional *empty voting*” y el unintentional, siendo el primero utilizado con el objeto de ejercer influencia o alcanzar el control de la compañía sin asumir el riesgo de la propiedad de las acciones, vid. AMUNDI, p.2, mientras que otros subrayan como es la posición negativa económicamente –net short position- aquella que resulta relevanti, vid. GDV, p. 1 En este sentido, también se provoca una distorsión en la decisión pues y de la comunicación del inversor de la dirección estratégica del emisor, es decir, por ejemplo en la elección de administradores, donde el *empty voter*, por ejemplo puede tomar en préstamo las acciones con el fin de alcanzar el porcentaje de capital suficiente con el fin de realizar una propuesta y que se materialice la misma, vid. Manifest, p. 3. Añadiendo, que ello ataca al accionista a largo plazo porque puede dar lugar al cese de administradores, el nombramiento de otros, el bloqueo o adopción de otras decisiones con el objeto de servir los intereses de los *empty voters* pero no los del resto de accionistas, vid.Hermes Equity Ownership Services, p. 3. Asimismo, denotando el *empty voting* es ilegítimo cuando es usado para satisfacer sus interés personales, desconectados de los intereses de la sociedad, vid. BNP PARIBAS, p. 1 o los intereses de la mayoría de

tener efectos positivos⁵⁰⁰ cuando el *empty voter* se encuentra más informado que la persona de quien toma prestado el voto y tienen intereses comunes. En conclusión, la mayoría de los consultados informan que la forma más peligrosa de *empty voting* ocurre cuando el inversor que ha cubierto el riesgo económico de la acción vota haciendo prevalecer sus intereses sobre los de la mayoría de accionistas; no obstante, todos los consultados subrayan la dificultad existente para identificar estos supuestos y proporcionar datos al respecto⁵⁰¹.

De todo lo expuesto se infiere que la heterogeneidad del accionariado no aparece con el surgimiento del *empty voting* sino con anterioridad y ello se constata en que el accionariado no tiene intereses homogéneos. Tampoco se puede concluir que todos los supuestos de *empty voting* sean perjudiciales *per se*, limitando los efectos negativos del *empty voting* a aquellas coberturas de acciones que hagan que el *empty voter* tenga un interés negativo; en esta situación, sí se puede apreciar un potencial conflicto de interés ya que el beneficio del *empty voting* en ese caso se produce cuando la sociedad reduce su valor, provocando a su vez un debilitamiento de la protección del accionista por este cambio en el comportamiento de los inversores⁵⁰². Un problema adicional reside en la capacidad que la sociedad o el resto de socios tienen para detectar los casos de *decoupling*, en general, y de *negative voting*, en particular, que tendremos ocasión de

accionistas, vid. AVIVA p. 4 Otros consideran que recurrir al empty voto es de carácter doloso, cuyo objeto es dañar a la compañía, intentando que no se logren los objetivos de la misma, vid. PORTUGAL, p. 1. Otros señalan como el tamaño de la posición determina si el impacto del *empty voting* puede ser negativo, en este sentido considera que la “high frequency trading “churning” securities positions tiene mayor probabilidad de causar un impacto negativo, vid. Computershare Group p. 4

⁵⁰⁰ En este sentido, la respuesta de EUMEDION, al ESMA, *Call for evidence on Empty Voting*, p. 5 donde señala que el *empty voter* puede ser un votante informado, adquiriendo de manera temporal los votos de otros votantes menos informados, por lo que sus votos contribuirán a mejorar el valor de mercado de la compañía, siempre se tiene que cumplir la premisa de que el que adquiere el voto temporal y quien lo venden tienen los mismos intereses porque si no podrían darse efectos negativos en el gobierno corporativo.

⁵⁰¹ ESMA, en la contestación de Chris Banard, alerta de que la sociedad no está controlada por los beneficial owners reales por lo que puede dar lugar a situaciones en las que decisiones claves de la compañía son adoptadas por especuladores o los competidores, ello supone no solo contrario a la sociedad, sino al resto de los *beneficial owners*. Si se convierte en una práctica común puede repercutir a la economía en general, vid. Euroshareholder p.4 En este sentido, el *empty voting* da pie a que los emisores no puedan ponerse en contacto con los verdaderos shareholders representativos, vid. ICSA, p. 2). Llegando a tildarlo como una suerte de abuso de mercado –en casos de voto de acciones que se han vendido tras la *record date* o en supuestos en las que el inversor vota del modo propuesto por un tercero– pues se le está proporcionado al mercado información distorsionada que implica una subida o bajada del precio en virtud del apoyo del *empty voter* a una venta o compra, vid. Danks Aktionærforening, p.2, Euroshareholders, p.4. , ECGS, p. 2

⁵⁰² NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, p. 228. “Use his voting rights as a knife to hurt the Company and his fellow shareholder interests”, VANNESTE, K., “Decoupling Economic Rights from Voting Rights: A Threat to the Traditional Corporate Governance Paradigm”, *European Business Organization Law Review*, volume 15, nº01, 2014, p. 81.

examinar posteriormente. Sin la debida transparencia sobre los contratos sobre acciones, no se podrá detectar el *decoupling* y aplicar el correspondiente régimen preventivo o sancionador a estas prácticas. Es más, como a continuación destacaremos, hasta el propio sistema de registro de valores contribuye a enmascarar estas prácticas pues la naturaleza del sistema hace que se generen disociaciones incidentales entre la titularidad de los valores y la legitimación para ejercer los derechos del socio. Ello puede dar lugar a que el problema del *empty voting* pase de ser un hecho aislado a una “patología” que afecte de manera general a las sociedades cotizadas⁵⁰³. En definitiva, esta nueva forma de influencia, capitaneada por los *hedge funds* activistas, puede ser una seria amenaza al activismo como un mecanismo de gobierno corporativo, porque la efectividad del activismo disciplinante requiere que los accionistas tengan un interés en incrementar el valor de la compañía⁵⁰⁴.

5. La desmembración de la posición jurídica del socio en el decoupling.

El *empty voting* entendido como el ejercicio del voto sin riesgo gracias al recurso a la innovación financiera, en principio, no implica la desmembración de los derechos del socio entre las partes del contrato de opciones, futuros o un *price return swap* pues tan sólo se cubre el riesgo asociado a la posición en la sociedad. Ahora bien, en algunos de los contratos sí se observa una redistribución de *facto* de los derechos que integran la posición jurídica del socio. Como se ha constatado, en virtud del principio de autonomía de la voluntad de las partes, tanto en el préstamo de valores como en el *total return swap*, se pacta la entrega de una cuantía equivalente a los derechos económicos al prestamista o a la parte larga de un *equity swap* durante la duración del contrato, es decir se escinden los *cash flow rights* del derecho de voto. El socio-*empty voter* (tomador del préstamo o parte corta del *swap*) ha cubierto su posición en la sociedad y mantiene el derecho de voto pero los derechos económicos los recibe la contraparte. En el contexto de la *hidden ownership*, suele ser práctica de mercado, relacionada generalmente con los contratos de *equity swap*⁵⁰⁵, que la parte larga instruya el sentido

⁵⁰³ KAHAN, M/ ROCK, E. B., “The Hanging Chads of Corporate Voting.”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 96, 2008, p. 1263.

⁵⁰⁴ NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, p. 224: “*This (empty voting) constitutes a serious challenge to active ownership as a corporate governance mechanism, as the effectiveness of active ownership as a disciplinary mechanism requires that shareholders should have an interest in increasing the share value.*”

⁵⁰⁵ También puede darse en los contratos de opción y futuros, si la parte corta o vendedora acude a la práctica del *delta hedging*, *vid.* en particular respecto a las opciones como cobertura estratégica,

del derecho de voto que ejercitará la parte corta, siempre que ésta haya cubierto su posición con la compra de acciones que han sido referenciadas como activo subyacente.

En los supuestos precedentes, se verifica una desmembración informal de los derechos del socio, pues una de las partes del contrato va a recibir una cantidad equivalente a los derechos de voto y puede llegar a instruir el sentido del voto. Ante esta disociación, cabría examinar su validez en nuestro ordenamiento debido a la potencial contravención del principio de la indivisibilidad de la acción que recoge el art. 90 LSC. Este precepto caracteriza a la acciones como “partes alícuotas, indivisibles y acumulables del capital social”. El sentido estricto de la indivisibilidad de la acción equivale a la prohibición de dividir una acción en varias con un valor nominal inferior⁵⁰⁶. Asimismo, se considera que este principio se extiende también a la prohibición de división de los derechos atribuidos al socio como titular legítimo de cada acción (art. 92 LSC)⁵⁰⁷. Este principio de inescindibilidad cuenta, no obstante, con excepciones previstas en la LSC en relación con la constitución de derechos reales sobre acciones, que guardan cierta semejanza con los casos de *decoupling* cuando se opta por determinar estatutariamente o en el título constitutivo el ejercicio de los derechos del socio.

La LSC establece el régimen dispositivo de la distribución de los derechos del socio en casos de acciones grabadas con derechos reales. Con respecto al usufructo de acciones, el art. 127. 1 LSC atribuye la cualidad del socio al nudo propietario, mientras que el dividendo es percibido por el usufructuario⁵⁰⁸⁵⁰⁹ en todo caso. Respecto a la prenda de acciones, el régimen legal que se recoge en el art. 132 LSC difiere del usufructo en tanto que al propietario de las acciones le corresponden los derechos del socio y, por ello, le corresponden tanto el ejercicio del derecho de voto como la percepción de dividendos. En cualquiera de los derechos reales indicados, los estatutos sociales pueden apartarse

RAMIREZ, J., *op. cit.*, p. 184; en general, sobre la neutralización de la delta, *vid.* HULL, J. C., *op. cit.*, p. 328 y ss.

⁵⁰⁶ PANTALEON PRIETO, “ Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo” en AA. VV. *Comentarios al régimen legal de las sociedades anónimas, T. IV, VOL. 3, 1992*, p. 17.

⁵⁰⁷ A este respecto, aunque no se fragmente la acción, si los efectos son como si se escindiera la acción, por lo tanto, cabría plantearse la aplicación del art. 90 LSC a supuestos de empty voting, en virtud del recurso a la analogía o al fraude de ley, *vid.* FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios ...”, *op. cit.*, p. 645; MUÑOZ PÉREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, p. 208.

⁵⁰⁸ No es posible, dada la expresión en todo caso, *vid.* PANTALEON PRIETO, “ Las acciones. Copropiedad...”, *op. cit.* p. 57

⁵⁰⁹ Ha sido criticado que no se haya contemplado legalmente la atribución de otros derechos por ley al usufructuario cuando es quien administra los valores como sucede en el caso de Italia o Suiza, *vid.* in extenso., FERNANDEZ RUIZ, J. L., “De nuevo en torno al usufructo de acciones”, RDS, 2005, 24-1.

del régimen establecido en la LSC, salvo la previsión referente a la percepción de los dividendos por el usufructuario.

A su vez, se ha de tener en cuenta que las relaciones internas entre el nudo propietario y el usufructuario se determinarán por el título constitutivo del usufructo (art. 127 LSC), circunstancia que no se prevé para la prenda de valores, pero se entiende también la posible adopción de pactos interpartes⁵¹⁰. Entre el contenido de estos pactos puede determinar la legitimación para el ejercicio del derecho de voto en aquellos casos que los estatutos no lo hayan establecido o bien que se quiera establecer pactos en contrario, obligando al legitimado a otorgar un derecho de representación a la otra parte⁵¹¹, no pudiendo asistir a la junta general⁵¹². Cabe destacar que estos acuerdos no tienen efectos externos, por lo que no se pueden oponer a la sociedad el título constitutivo⁵¹³ pues la legitimación solo se otorga en virtud en los estatutos o, en este caso ante la ausencia de cláusulas, la LSC⁵¹⁴.

Desde esta perspectiva, podemos afirmar que la diferencia entre los casos de *decoupling* anteriormente referidos y la prenda y el usufructo es que la LSC establece un régimen dispositivo relativo a las relaciones externas de estos derechos reales, extremo que no contempla la LSC al respecto de los contratos que alcanzan el *decoupling*. Sin embargo, entendemos que los pactos internos entre la parte larga y corta del *swap* o el tomador y el prestatario relativos a la distribución de los derechos del socio no serán nulos siempre que su ejercicio no sea abusivo o antisocial (art. 7. 1 C. C) aunque no sean oponibles a la sociedad⁵¹⁵. Estas conclusiones vienen respaldadas además por la RDGRN de 9 de

⁵¹⁰ VEIGA COPO, A. B., La prenda de acciones, p. 716.

⁵¹¹ VEIGA COPO, A. B., op. cit., p. 709. FERNANDEZ RUIZ, J. L., op. cit., PANTALEON PRIETO, “Las acciones. Copropiedad...”, op. cit., p. 76 usufructo de acciones anteproyecto argentina RD, p 7 y ss

⁵¹² PANTALEON PRIETO, “Las acciones. Copropiedad...”, op. cit., p. 76

⁵¹³ A este respecto, vid. STS 5 de noviembre de 1987, FERNANDEZ RUIZ, J. L., op. cit., PEINADO GRACIA, J. I.G, “Los derechos del socio...”, op. cit.

⁵¹⁴ En este sentido, vid. VEIGA COPO, A. B., op. cit., p. 685, en contra, PANTALEON PRIETO, “Las acciones. Copropiedad...”, op. cit., pp. 122-123 admitiendo la posibilidad de que la sociedad renuncie a la protección del 132 LSC admitiendo la legitimación por el título constitutivo.

⁵¹⁵ Admitiendo la desmembración de los derechos del socio a través de pactos, pero sin eficacia externa, no serán oponibles a la sociedad, vid. PEINADO GRACIA, J. I.G, “Los derechos del socio: principios y derechos del socio (significado y límites de la condición de socio)” en AA. VV., *Cuadernos de derecho para ingenieros- Accionistas minoritarios*, vol. 10, 2011, p. 73. Reconociendo la viabilidad de la obtención del derecho de voto a través de mecanismos indirectos a través de otros negocios distintos a los derechos reales IRIBARREN BLANCO, M. “La reserva de los derechos políticos en la compraventa de acciones con precio aplazado”, *RDM*, N° 290, 2013. En igual sentido, MATEU DE ROS CEREZO, R., “La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la ley de sociedades de capital”, p. 15, también se muestra contrario a

diciembre de 1997, que determina el carácter de abierto de los gravámenes que pueden constituirse sobre las acciones al amparo de los arts. 104. 1 y 116.1 LSC que reconoce la posibilidad de constitución de “otros gravámenes”.

A mayor abundamiento, como tendremos ocasión de analizar extensamente⁵¹⁶, el Tribunal Supremo reconoce la validez de la disposición de los derechos de voto y, en particular, admite hasta la cesión onerosa del voto a través del otorgamiento de la representación, aunque se desprende que el representante habrá de votar en el sentido que le dicte el socio representado⁵¹⁷. Circunstancia que en supuestos de *hidden morphable ownership* no cumpliría este último extremo, aunque como posteriormente se tratará tras la Ley 31/2014, se ha admitido también el voto intermediado en que el representante puede ejercer el voto en su propio interés (art. 524 LSC).

En suma, del análisis de la desmembración legal de los derechos del socio se desprende también la vertiente interna a través de los pactos inter partes que son plenamente válidos, siempre que lo acordado en relación al ejercicio de los derechos del socio no contravenga el art. 7 C. C y teniendo en cuenta que no tienen efectos externos. Esta conclusión puede ser también extrapolable a aquellos supuestos de *hidden morphable ownership* en los que el inversor oculto no sólo obtiene una cantidad equivalente a los dividendos sino que consigue determinar el sentido del voto del accionista (parte corta del *swap*).

la nulidad de todos aquellos contratos de tenencia indirecta que impliquen cesión del derecho de voto, poniendo de ejemplo un swap, considerando que no serían válidos solo aquellos relativos a la compra o cesión onerosa de votos; por el contrario, de igual modo, considera FERNANDEZ DEL POZO, L., *op. cit.*, p. 645, centra su estudio en el *empty voting* por lo que entiende no es asimilable a la desmembración que reconoce la DGRN de 9 diciembre de 1997, en cualquier caso, considera que no es posible la venta del voto en atención al art. 90, p. 645 VICENT CHULIA, F., “One share one vote en España”, *El notario del Siglo XXI*, 2010, N30., admite la validez de la venta de voto porque no es un derecho personalísimo sino “patrimonial y configurable”, PERESTRELO DE OLIVEIRA, M., “Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercicio de direitos sociais”, *Revista de direito das sociedades*, 2013, pp. 554-556 reconce que a pesar de no ser equiparables, se observa la semejanza entre la disociación en el decoupling y en el usufructo o prenda.

⁵¹⁶ Vid. *infra* capítulo.

⁵¹⁷ STS 5346/2014, Fundamento de Derecho 7º: La titularidad de las acciones permite al accionista disponer de los derechos inherentes a tal titularidad, y en concreto, permite la cesión del derecho de voto, articulada mediante el otorgamiento de representación. Por tanto, tal cesión del derecho de voto, sea onerosa o gratuita, no es contraria al ordenamiento jurídico. De ahí que las normas sobre transparencia exijan la notificación de la transferencia temporal y a título oneroso de los derechos de voto asociados a las acciones cuando se trate de participaciones significativas, lo que es indicativo de su licitud. Ello no es incompatible con que el representante deba emitir los votos con arreglo a las instrucciones del accionista al que representa, como también exige la directiva comunitaria, y que ello le sea exigible por el accionista que delegó en él el ejercicio del derecho de voto al otorgarle su representación.

6. El decoupling administrativo y la agravación del empty voting: El sistema de compensación, liquidación y registro de valores como problema.

6.1. Consideraciones preliminares entorno al principio de legitimación registral en el sistema de anotaciones en cuenta.

La estructura del sistema de registro de valores incide a la hora de determinar quién se encuentra legitimado para ejercitar los derechos del accionista, en particular, el derecho de voto⁵¹⁸. Igualmente determina también la capacidad para que la sociedad emisora de valores u otros legitimados puedan conocer la identidad del accionista o hasta quién soporta el interés económico de las acciones.

Se ha de partir de que la compensación de valores se realiza de manera centralizada lo que implica una separación entre los propietarios de valores y los emisores al interponerse los intermediarios⁵¹⁹. En función del tipo de sistema de tenencia, se reconocerán derechos a los inversores últimos. Alejamiento, que como veremos posteriormente, se agrava en el contexto internacional pues el recurso a cuentas ómnibus, es decir, las cuentas que aglutinan todos los valores de los clientes, impiden conocer la identidad de los inversores últimos pues esta información sólo está disponible para quien gestiona la cuenta.

De manera que resulta necesario abordar el principio de legitimación registral en nuestro sistema de tenencia de acciones y evaluar cómo la aparición de la intermediación financiera, en nuestro objeto de estudio, la cobertura de la acción, provoca que la pretendida presunción de legitimación registral no se corresponda con la titularidad del valor. Se valorará en lo que sigue si nuestro sistema de registro de anotaciones en cuenta favorece la ocultación del verdadero titular de la acción lo que puede favorecer la propagación del *decoupling*.

La admisión a cotización de las acciones de sociedades anónimas requiere su representación mediante las anotaciones en cuenta (496. 1 LSC). Las sociedades

⁵¹⁸ Con carácter general se alude a que la “titularidad” se refiere a “la cualidad que a la persona se confiere el hecho de ser sujeto de un derecho subjetivo”, mientras que “legitimación” es “el reconocimiento que el ordenamiento jurídico hace en favor de una persona para realizar con eficacia un actor jurídico, la legitimación constituye un requisito subjetivo necesario, v. DIAZ PICAZO, *op.cit.*, p. 432.

⁵¹⁹ ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory...”, *op. cit.*, p. 714.

emisoras no son competentes para el registro de sus valores pues tal como remite el 183. 3 LSC serán las entidades que la TRMLV confiera la llevanza del registro de los valores. En este sentido, el art. 8. 3 TRLMV designa al depositario central de valores (en adelante, DCV) como la entidad encargada de dicha llevanza que ha sido encomendada a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal, más conocida como IBERCLEAR, si bien le acompañarán en dicha llevanza las entidades participantes, reflejando así el característico doble escalón del sistema. En efecto, nuestro sistema de registro de anotaciones en cuenta se encuadra dentro de los sistemas de tenencia directa pero con una variante debido a su estructura de doble escalón, bajo la cual no se admiten sub-escalones. El registro de valores es único a pesar de presentar dos escalones que se intercomunican a través del sistema de saldos⁵²⁰. El régimen de los valores representados mediante anotaciones en cuenta se aleja del de los títulos valores teniendo sustantividad propia aunque con ciertas reminiscencias⁵²¹ por lo que centramos el examen en el registro de valores.

El principio de legitimación registral viene recogido en el art. 13 TRLMV y su importancia reside en que la atribución de la legitimación supone el reconocimiento de la posición jurídica, es decir, el ejercicio de derechos a favor del titular⁵²²⁵²³ y tiene efectos *erga omnes*⁵²⁴. La otorgación de legitimación no es sinónimo de titularidad del derecho, sino que dota al sujeto de una aparente titularidad *iuris tantum* real⁵²⁵. Esta

⁵²⁰ Se alude a una aproximación fáctica a los sistemas de tenencia indirecta ya que el inversor final solo puede detectarse en los registros de detalle de la entidad adherida a excepción de que sea el inversor la entidad adherida –asimismo, desde el RD 2015 también se admiten cuentas en el primer escalón- así como las relaciones emisor-inversor discurren entre los escalones; aunque “de iure” se encuadra en los sistemas de tenencia directa porque funciona como registro único a pesar del doble escalón, al identificar al accionista con quien figure en los registros de detalle, entre otros, v. GARCIMARTIN ALFEREZ, F., y GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional (1), RMV, N°1, 2007.

⁵²¹ No resulta aplicable a las anotaciones en cuenta el régimen del derecho de cosas muebles que sí se aplica a los títulos valor, v. RECALDE CASTELLS, “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, RDBB, N° 50, 1993, p. 366 y nota a pie.

⁵²² SANTOS MARTÍNEZ, V., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta” en AA. VV. *Derecho de sociedades anónimas: en homenaje al profesor José Girón Tena*, pp. 464-465

⁵²³ “podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta.”

⁵²⁴ La legitimación despliega los efectos frente al que se considera titular (13. 1 TRLMV así como la sociedad (efectos liberatorios, 13. 2 TRLMV) y el tercero (13. 3 TRLMV).

⁵²⁵ GONZALEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, op.cit., p. 425.

presunción puede quebrarse por quien demuestre a través de “pruebas líquidas”⁵²⁶ quién es titular efectivo de las acciones, lo que provocará la modificación de la inscripción y traslación de la posición del accionista⁵²⁷ tal como prevé el art. 24. 2 del RD 878/2015⁵²⁸

La alusión al término “prestaciones” supone que se han de incluir todos los derechos y facultades que se atribuyen al titular de la acción⁵²⁹. Tal como es el derecho a la asistencia y voto en la junta general de aquel que tenga inscritas las acciones representadas por medio de anotaciones en sus respectivos registros con cinco días de antelación a aquel en que haya de celebrarse la junta (179. 3 LSC) en que los DCV prestarán el servicio de canalización de las solicitudes que la sociedades formulen⁵³⁰. Mientras que el disfrute de los derechos de carácter económico, tal como es el derecho al dividendo, requiere de la intermediación del DCV tal como establece el apartado primero del art. 26 del RD 878/2015⁵³¹.

Cabe destacar, si dicha presunción equivale a la identidad del accionista, es decir, si al igual que ocurre con el libro-registro de acciones nominativas (116. 2 LSC) sólo se reputa accionista a quien se halle inscrito en dicho libro –en dicho registro–. La LSC guarda silencio al respecto, pero parece que se entrevé dicha asimilación desde el TRLMV en atención la vertiente pasiva del principio de legitimación, pues el art. 13. 2 TRLMV⁵³² establece la liberación de la sociedad siempre que se preserve la buena fe y

⁵²⁶ PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios. La legitimación del socio en las sociedades de capital*, Civitas, 2000, nota a pie, nº97, 82-83 (“ prueba que de antemano permite afrontar una reclamación judicial con la certeza de ganarla”).

⁵²⁷ GONZALEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, *op.cit.*, p. 429.

⁵²⁸ El 24. 2 RD 878/2015 reconoce rectificación de las inscripciones inexactas por parte del DCV en virtud de resolución judicial, así como también, admite la subsanación de errores puramente materiales o aritméticos. En definitiva, la presunción iuris tantum puede romperse

⁵²⁹ SANTOS MARTÍNEZ, V., “Acciones y obligaciones...”, *op.cit.*, p. 459.

⁵³⁰ 23.2 RD 2015: *Los depositarios centrales de valores prestarán, sin que ello pueda implicar el mantenimiento en los mismos de ficheros permanentes, el servicio de canalización de las solicitudes que las sociedades formulen con ocasión de la celebración de cualquier Junta general y con referencia a la fecha contemplada en el artículo 179 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.*

⁵³¹ 26 del RD 878/2015 2. *Cuando la entidad encargada del registro contable sea un depositario central de valores el cobro al que se refiere el apartado anterior se realizará a través de: a) El depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas referidas en los artículos 32.1.a), 32.1.c) y 32.2. b) Las entidades participantes del depositario central de valores respecto de los valores de las cuentas del registro de detalle referidas en el artículo 33.*

⁵³² En clara conexión con el art. 43. 2 LCCH sobre la buen el 46. 3 LCCH en atención a que la buena fe libera al deudor tanto en sentido cambiario –títulos a la orden y títulos al portador- como libera también a

no haya culpa grave en su actuación; asimismo, la equiparación en el art. 11. 1 TRLMV de la inscripción registral a la tradición de los títulos⁵³³ arroja la exclusividad de la legitimación registral como resulta de las letras de cambio la legitimación del endosatario. De nuevo se observa la divergencia con el registro de la propiedad dada la admisibilidad de titularidades extraregistrales⁵³⁴ pero que en este caso no sería una suerte de libro de accionistas, pues el registro está cumpliendo la función del libro de socios, lo que haría redundante que la sociedad tuviera un registro *ad hoc* ya que como hemos constatado el principio de legitimación registral tiene eficacia erga omnes⁵³⁵.

En definitiva, de lo expuesto hasta aquí se desprende que la legitimación para el ejercicio de los derechos sociales solo se puede conferir a través del registro de anotaciones en cuenta. Así el art. 31. 2 RD 878/2015 viene a reflejar dicha legitimación pues establece que “la inscripción a nombre del titular que se produzca en los registros contables de las entidades adheridas o, siendo estas las titulares, en los registros a cargo del Servicio, será la que produzca los efectos previstos en los arts. 9, 10 y 11 de la Ley de Mercado de valores, es decir, la irreivindicabilidad, la legitimación y la presunción de titularidad. De ahí que el art. 33 del Reglamento de Iberclear establezca la exigencia

la sociedad siempre que se “realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en favor del legitimado, aunque éste no sea el titular del valor”.

⁵³³ el registro tiene una función adicional al libro de socios, pues el registro no sólo legitima sino que a su vez arroja la transmisión cambiaria de la acción en consonancia con el endoso o la tradición de las acciones representadas en títulos; es decir, en virtud del art. 9 TRLMV no se produce la adquisición de la titularidad sin que a su vez haya una legitimación frente a la sociedad, en tanto que la ausencia de inscripción implica que no se ha producido la transmisión, quedando únicamente la vía de adquisición de la anotación en cuenta por vía de derecho común con el fin de adquirir la titularidad pero no legitimarse frente a la sociedad ya que así se produciría una dilación en la inscripción en el registro de anotaciones en cuenta vid., Sobre la cesión de la legitimación por deductio, PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios...*, op.cit., p. 232, señala que: “aunque las anotaciones en cuenta se les asimila la circulación cambiaria, impide la escisión entre titularidad y legitimación –art. 11 TRLMV (La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos) a excepción de la admisión de la cesión de derecho común que entonces se podría admitir la posibilidad de que el transmitente del valor mantuviese la legitimación –por deductio o retención- En caso de que ignore la sociedad la transmisión, el hecho de que lleve a cabo las prestaciones al transmitente es libera, salvo si tuviera pruebas líquidas que entonces rompería la presunción”. Mientras que RECALDE CASTELLS, “En torno a la pretendida nominatividad...”, op.cit., p. 392-393 considera que “La inscripción parece desarrollar la función de único modo de adquirir la propiedad, no es posible la tradición de un bien inmaterial, como es el valor anotado, luego la inscripción tiene valor constitutivo respecto a las transmisiones” no de acuerdo de la transmisión de los valores anotaciones en los negocios intervivos, admitir la transición extraregistral opuesta al sistema y se desequilibraría la función de tutela del tráfico a la que está destinada la normativa sobre valores anotadas”.

⁵³⁴ GONZALEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, op.cit., pp. 431-432

⁵³⁵ PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios...* op.cit., pp. 230- 231 considera factible un libro de accionistas: ello no obsta a que la sociedad lleve una lista sobre socios pero no tendría la eficacia legitimatoria del libro registro del art. 55 LSA. Asimismo, como matización, existen otros instrumentos de legitimación como lso certificados, lo que puede dar lugar a discordancias de ahí la cancelación de los mismos en 6 meses para evitar las mismas.

a “la Sociedad de Sistemas y las entidades participantes deberán hacer constar para cada cuenta que mantengan en el registro contable la identificación del titular, de los valores y de la operación correspondiente, así como de los derechos reales, gravámenes y demás circunstancias inscribibles que afecten a la situación de los mismos”. A *sensu* contrario, las anotaciones que se realicen en los libros o registros de aquellos que no pertenezcan a este sistema no tienen la eficacia de las anotaciones en cuenta tal como refleja la reserva de denominación del art. 6 del RD 878/2015⁵³⁶. En otros términos, aquel inversor que aparezca en el registro de detalle del participante en Iberclear (2º escalón) se presume titular de las acciones, ergo es el accionista –posición societaria- en contraposición de más escalones que solo una posición contractual con el intermediario⁵³⁷.

6. 2. La custodia global de valores.

Sentadas las bases del principio de legitimación registral de nuestro sistema de registro de anotaciones en cuenta, se concluye que estamos ante un sistema de tenencia directa que no reconoce la legitimación a la tenencia de valores que van más allá del segundo escalón del sistema. No obstante, no sólo en el contexto internacional sino también en el doméstico se puede recurrir a sistemas de custodia de valores que multipliquen el número de escalones en la cadena de tenencia. Este esquema de tenencia tiene especial transcendencia para nuestro objeto de estudio, no sólo porque es un ejemplo de desmembración legal de la titularidades económica y formal, que, como se analizará⁵³⁸, dificulta la identificación del inversor último o titular real de las acciones⁵³⁹ sino también, porque combinado con el recurso al *decoupling*, se agrava la desconexión entre la sociedad y el verdadero portador del interés económico de las acciones, por ende, la posible pérdida de la identidad del inversor último.

Las cuentas globales u *ómnibus* se originaron como usos de los mercados financieros internacionales para facilitar la inversión extranjera, ya que existen mercados que o bien no permiten la apertura de cuentas por los inversores finales tan sólo por aquellos que

⁵³⁶ A este respecto, vid. la contraposición de sistemas y nuestro sistema, GARCIMARTIN ALFEREZ, F., y GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional (1)”, *RMV*, N°1, 2007, p. 2 y ss.

⁵³⁷ Ver a este respecto, GARCIMARTIN ALFEREZ, F., J., “The UNIDROIT Project...”, *op.cit.*, p. 13. quien destaca que el intermediario actuaría como un agente o “attorney” p. 13.

⁵³⁸ *Vid. infra*. Capítulo 3.

⁵³⁹ RONCERO SÁNCHEZ, A., *Representación del accionista*, *op.cit.*, p. 182.

sean miembros del mercado⁵⁴⁰; o bien porque las exigencias de garantías o liquidación no son asumibles por un inversor⁵⁴¹. Ello ha contribuido a la generación de sistemas multinivel que incrementan la disociación de la propiedad de las acciones⁵⁴², pues discurren los valores a través de cadenas de depositarios⁵⁴³. La particularidad de este sistema reside en que cada intermediario sólo se relaciona con el intermediario que aparezca en el eslabón anterior o posterior, donde se refleja la titularidad de los valores, pero no interactúa con el resto de eslabones. Por ejemplo, un inversor extranjero que adquiere valores de un emisor español no se encuentra inscrito en el registro contable de las entidades participantes en el DCV, sino que se genera una cadena de custodia de valores. Ésta se inicia con la orden de invertir en unos valores españoles por el inversor extranjero que los tendrá anotados en una entidad financiera de su país, que a su vez éste los anotará en un custodio global y, asimismo, éste los anotará en una entidad participante en la SCV a través de la apertura de una cuenta global u ómnibus⁵⁴⁴. Esta misma cadena o una con más eslabones se daría en el caso de un inversor español que pretenda invertir en valores extranjeros⁵⁴⁵. A efectos de determinación de la legitimación registral, como se ha puesto de manifiesto, el art. 13 TRLMV presume legitimado registralmente a quien figure en el segundo escalón y, por lo tanto, el depositario extranjero será quien figure en el segundo escalón al abrir una cuenta global en una entidad participante en el DCV, o bien, en caso varias cadenas de custodios,

⁵⁴⁰ En particular cabe destacar el caso de EEUU donde se exige legalmente, CFTC en EEUU: obliga que los fondos depositados estén en una cuenta de un miembro del mercado, lo que evita así la intermediación extranjera, a este respecto, vid. DIAZ RUIZ, E., “El depósito de valores...”, cit.

⁵⁴¹ Otras ventajas, facilitan la gestión, reducen costes de inversión, v. DIAZ RUIZ, E., “El depósito de valores...”, *op.cit.*, cit., p. 5.

⁵⁴² GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities and exercise of shareholders rights (a Spanish perspective)”, *Capital Markets Law Journal*, vol., 3, nº 1.

⁵⁴³ GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Los mecanismos de identificación...”, *op.cit.*, p. 13

⁵⁴⁴ GARCIMARTIN ALFEREZ, F., “La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto”, *RdS*, Nº 26, 2006.

⁵⁴⁵ GARCIMARTIN ALFEREZ, F., “La propuesta de Directiva...”, *op. cit.*, las cuentas ómnibus se encuentran admitidas en nuestro ordenamiento de manera excepcional en aquellos casos que resulten necesarias para que se materialice la inversión extranjera, vid: art. 2 de la Orden Ministerial de 7 de octubre de 1999: “... No obstante, cuando la utilización de cuentas globales (denominadas convencionalmente «cuentas ómnibus») resulte indispensable para el desarrollo de actividades de negociación por cuenta ajena en mercados extranjeros, las entidades podrán excepcionalmente utilizarlas con los requisitos que establezca la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En todo caso, las cuentas de efectivo deberán estar abiertas en una entidad de crédito autorizada a recibir depósitos de efectivo. Que ha sido derogado por artículo 42, Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

a) Todos los clientes cuyos instrumentos financieros estén depositados en la cuenta global deberán haber

⁵⁴⁵ Otras ventajas, facilitan la gestión, reducen costes de inversión, v. DIAZ RUIZ, E., “El depósito de valores...” cit.

aparecerá el último depositario que se relacione con una entidad participante en el DCV⁵⁴⁶⁵⁴⁷.

A su vez, esta sucesión de eslabones de intermediación puede darse en un contexto doméstico, pues entre los servicios que se ofertan con la apertura de una cuenta de valores⁵⁴⁸, además de la administración de valores, se aglutinan una serie de servicios de carácter auxiliar⁵⁴⁹ como es la comisión de compra-venta de valores⁵⁵⁰ o la custodia⁵⁵¹. Pues bien, la prestación del servicio auxiliar de inversión puede dar lugar a la apertura de cuentas globales. En efecto, el TRLMV autoriza las tareas de custodia y administración tanto a las empresas de servicios de inversión (art. 143. 1. D TRLMV) como a las entidades de crédito (art. 145 TRLMV). En el caso de que no sean entidades participantes en el DCV, les impide la gestión de la llevanza del registro de los

⁵⁴⁶ SANTILLÁN FRAILE, I., “Cuentas ómnibus y régimen de separación...”, cit. p. 9.

⁵⁴⁷ GARCIMARTIN ALFEREZ, F. J., “Valores negociables y custodia internacional algunas cuestiones fundamentales”, en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A y ESTEBAN VELASCO, G., *La modernización del derecho de sociedades de capital en España: Cuestiones pendientes de reforma*, Vol. 1, 2011, p. 199 y bibliografía citada.

⁵⁴⁸ Configurada como depósito, implica el deber de conservación del valor y los derechos que le correspondan a esos valores –art. 308 C. Com- lo que se traduce en nuestro ámbito en el ejercicio de los derechos derivados de los valores depositados. Se rige por lo pactado por las partes, cobro de intereses incluye el cobro de dividendos y el reembolso del principal en caso de amortización de valores.

⁵⁴⁹ En particular, el apartado a del art. 141 TRLMV.

⁵⁵⁰ En la compra o venta de valores, en primer lugar, confluyen generalmente dos contratos de comisión que la TRLMV en su artículo 140 los categoriza como servicios de inversión, en concreto, en el apartado a señala la comisión referente a: “la recepción y transmisión de órdenes –de compra o venta de valores- de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros”. Como se puede apreciar esta primera comisión de carácter instrumental pues la entidad de crédito ha recibido una orden pero no la ejecuta ya que trasmite la orden a un miembro del mercado de valores. En el apartado b del art. 140 TRLMV se refiere a la segunda comisión asociada a la compraventa de valores, es decir, a la comisión de ejecución de las órdenes de compra o de venta de valores por cuenta de los clientes.

⁵⁵¹ Este servicio se asimila al depósito en este caso “depósito abierto de valores”, que a diferencia del depósito bancario de dinero de carácter irregular donde se traspa la propiedad del numerario a la entidad depositaria, en el depósito de valores siguen siendo propiedad del depositante pero se le exige a la entidad depositaria la administración de dichos valores de manera accesoria a la custodia tal como se recoge para el depósito de títulos valores en el art. 308 C. Com, *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual del Derecho del Mercado Financiero*, Iustel, 2015, p. 228. Cuando custodia y administración van unidas, el contrato es un depósito administrado, la actividad principal de custodia se vincula a la accesoria de administración, estamos ante un depósito administrado de valores negociables de carácter mercantil contemplado en el art. 308 C. Com. En contra, VIVES RUIZ, *op. cit.*, p. 143 solo sobre “custodia” “con la desaparición del documento material, no es posible hablar de obligación de custodia y restitución. La entidad encargada no posee los valores anotados, simplemente gestiona la cuenta de valores en interés del cliente, ni detenta los valores, la transferencia requiere la orden del titular, la relación del titular de la cuenta de valores con la entidad encargada de su llevanza no es de depósito ni de crédito es una relación de gestión, 140 “una comisión que consiste en una tara contable con ciertos rasgos fiduciarios p. 143. Al respecto de administración de valores, *vid.* RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “La colaboración bancaria...”, *op. cit.*, SANTILLÁN FRAILE, I., “Cuentas ómnibus y régimen de separación del art. 80 LC”, *RDCYP*, nº. 10, 2009, p. 9 –paginación *westlaw insignis*-cit.: *un contrato de causa única en lo que toca al mantenimiento de la titularidad de la inverso a favor del titular de la misma ojo que a su vez implica auxiliar al titular de la inversión en el ejercicio de los derechos que el valor negociable incorpora que subyace del art. 308 C. Com*

valores⁵⁵² y les obliga a solicitar la colaboración de entidades que sí participen con el fin de preservar los derechos anudados a dichos valores⁵⁵³ y el efectivo ejercicio de los derechos como socio. Del TRLMV se desprende que la admisión de la custodia de valores por entidades que no pueden administrar los mismos por no ser entidades adheridas está admitiendo implícitamente que pueden existir valores que pertenezcan a inversores que no se encuentren registrados en el registro de la entidad participante en Iberclear⁵⁵⁴. Esta subcomisión de las entidades participantes se materializa a través del contrato de subdepositoria de valores⁵⁵⁵ o de delegación de la custodia, lo que implica a su vez que la entidad miembro del mercado abra una cuenta bien de detalle⁵⁵⁶ o bien una cuenta global u ómnibus con el fin de la llevanza de los valores de la entidad no participante⁵⁵⁷. Si se opta por una cuenta global, a diferencia de las cuentas de detalle, no se distinguen las titularidades de los valores por lo que se pueden entremezclar los valores propios de la entidad delegante con los de sus clientes. El único elemento de unión es que se encuentran referidas a la entidad delegante ya que su apertura se realiza en nombre de esta entidad con el fin de que la entidad delegada las custodie y administre⁵⁵⁸. No obstante, de las relaciones internas entre intermediario (entidad delegante) e inversor último se deduce que el intermediario que figura como titular

⁵⁵² RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “La colaboración bancaria...”, cit., p. 11, destaca que no hay disociación entre la llevanza de registro contable y la administración de valores anotados en cuenta por las entidades de crédito.

⁵⁵³ TAPIA HERMIDA, A. J., *Manual del Derecho del Mercado Financiero*, Iustel, 2015, p. 230.

⁵⁵⁴ SANTILLÁN FRAILE, I., “Cuentas ómnibus y régimen de separación...”, *op.cit.*

⁵⁵⁵ Por lo que la entidad delegante sigue llevando la administración conservación de valores, por el contrario estaríamos ante un contrato de delegación cuanto también lleva acabo la entidad delegada la administración de los valores, vid. RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “La colaboración bancaria...”, cit., pp. 12-13.

⁵⁵⁶ En estas se hacen constar los valores subdepositados son titularidad del cliente bancario de la entidad subdepositante- lo que hace denominarlo sustitución y se le aplica el régimen del 262 Com, siempre que constara el consentimiento previo del cliente y depende de que la circunstancia de que la elección del sustituto hubiera quedado a cargo de la entidad principal o no –en este último caso cesa la responsabilidad de la entidad delegante, vid SANCHEZ CALERO, *Instituciones de Derecho mercantil I*, STS 22 octubre 1991.

⁵⁵⁷ SANTILLÁN FRAILE, I., “Cuentas ómnibus y régimen de separación...”, cit.

⁵⁵⁸ RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “La colaboración bancaria en la administración de valores anotados en cuenta”, *RDBB*, Nº 98, 2005, p. 16.

aparente de la cuenta global actuará por cuenta de sus clientes⁵⁵⁹, representando a los mismos⁵⁶⁰.

En suma, la diferencia entre las cuentas globales internacionales y las domésticas, reside en que en las primeras aparecen sucesivos escalones o eslabones en función del número de intermediarios, mientras que en las domésticas suele figurar sólo un tercer escalón. En cualquiera de los dos casos, la aparición de un tercer o sucesivos escalones provoca que en el sistema registral no aparece el inversor final sino el intermediario que se presume titular legítimo en virtud del art. 16 del RD 878/2015, en atención a la falta de reconocimiento de las titularidades fiduciarias en nuestro ordenamiento⁵⁶¹. La sociedad “deudora” se liberará cuando realice la prestación al legitimado registral (intermediario o subcustodio) de buena fe y sin culpa grave (art. 13. 2 TRLMV) que ejercitará los derechos en relación a los valores depositados. Mientras que, en base a la relación contractual, el titular aparente responderá frente a sus clientes o inversores finales⁵⁶²,

⁵⁵⁹ “Cabe incluso que las cuentas agrupadas en la cuenta global sean también cuentas globales, un intermediario financiero que opera en varios países a través de otros intermediarios agrupa las inversiones de los residente en cada país en una cuenta global, a nombre del intermediario del que recibe órdenes en ese país para su ejecución en mercados de los que no es miembro con el que mantiene relaciones y con el que tiene abierta una cuenta global a su nombre, p. 4. 5.

⁵⁶⁰ RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “La colaboración bancaria en la administración de valores anotados en cuenta”, *RDBB*, Nº 98, 2005, p. 16. SANTILLÁN FRAILE, I., “Cuentas ómnibus y régimen de separación...”, cit.

⁵⁶¹ Como nuestro sistema, no reconoce la legitimación del tercer o sucesivos escalones, se ha tratado de delimitar la naturaleza de la titularidad del intermediario que procede a la apertura de la cuenta global. Se considera que es asimilable a una titularidad de carácter fiduciario, es decir, el fiduciario se convierte en genuino titular de las mismas y, como tal, ejercita los derechos del socio, sin perjuicio de los lazos internos existentes tanto con el depositario como el fiduciante a través de la relación jurídica que se entabla (GARRIGUES 76, p. 965 y URÍA 1976, p. 685). En este sentido el titular fiduciario contará con un limitado margen de discrecionalidad, en el supuesto que el inversor último le instruya en el sentido del ejercicio del voto (DÍAZ RUIZ, E., “El depósito de valores y otros instrumentos financieros de las IIC en cuentas ómnibus”, *Noticias de la Unión Europea*, nº283, 2008). Como en nuestro ordenamiento, no se prevé la titularidad fiduciaria, se ha examinado la posible extensión del régimen de la representación indirecta (245, 246 C. Com. y DGRN DGRN 9 diciembre 1997, Velasco p. 555). Esta cesión de la legitimación sólo tendría cabida en el sistema de anotaciones en el caso de haberse inscrito la transmisión fiduciaria (PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios...*, p., 85, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F., J., “The UNIDROIT Project...”, considera el segundo menos factible aunque viable sin necesidad de crear un nuevo tipo de propiedad o “entitlement”, p. 13) probándose así la propiedad fiduciaria del intermediario que está legitimado registralmente no no actúa en nombre propio sino en favor de otro inversor cuya relación es de carácter contractual⁵⁶¹. Entendemos así que dicha prueba rompería la presunción de la titularidad registral el problema está en que nuestro sistema no permite la escisión de la propiedad entre el legal y *beneficial owner* lo que se traduce en la imposibilidad de reconocer derechos a terceras partes en una relación fiduciaria (GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities and exercise of shareholders rights (a Spanish perspective)”, *Capital Markets Law Journal*, vol. 3, nº 1, p. 43)

⁵⁶² DÍAZ RUIZ, E., “El depósito de valores...”, p. 283.

pues la posición del inversor es sólo oponible a la entidad custodia⁵⁶³. Es decir, el hecho de la apertura de este tipo de cuentas no afecta a la propiedad de los valores que son del inversor⁵⁶⁴ pues de lo contrario, dicha titularidad última se reconduciría a un derecho de crédito⁵⁶⁵. Se ha establecido que las cuentas globales son depósitos colectivos que generan un derecho de copropiedad por cuotas de los clientes sobre el total de los valores fungibles⁵⁶⁶ de la misma clase que la entidad adherida tuviese abonados en su cuenta de terceros en el registro central –art. 70 ter f in fiere indirectamente.⁵⁶⁷ A lo largo de la cadena, la relación será también de depósito que se regirá en base al ordenamiento en que se haya acordado dicho depósito, por lo que el depositario no pasará a investigar si el precedente intermediario en la cadena es el titular de los valores sino que lo tratará como el depositante real, teniendo presente los matices que pueden darse en torno a la titularidad fiduciaria, pues en aquellos países donde la titularidad fiduciaria sí se encuentra regulada, se otorga al titular fiduciario todos los derechos sobre el patrimonio fiduciario⁵⁶⁸.

6.3. La pérdida de titularidades en la custodia global agravada por el decoupling

La tenencia indirecta que se produce al recurrir a cuentas ómnibus fragmenta el binomio riesgo económico y poder, pues el interés económico de los valores recae en el titular

⁵⁶³ Se ha destacado como, en nuestro ordenamiento, la relación entre el titular real-inversor último- y el titular aparente es la comisión mercantil, en concreto, la comisión bursátil. Se cumpliría la exigencia de identificación que requiere el art. 268 C. Com. a través de las cuentas internas del comisionista, que es el titular aparente en la cuenta global... Los comisionistas no pueden tener efectos de una misma especie pertenecientes a distintos dueños, bajo una misma marca, sin distinguirlos por una contramarca que evite confusión y designe la propiedad respectiva de cada comitente, DIAZ RUIZ, E., “El depósito de valores...”, p. 283. La naturaleza de esta cuenta: “*supuesto de delegación bancaria, a través de la subcomisión a través del cual la entidad principal encarga la función de llevanza del registro contable a otra entidad distinta, circunstancia que el cliente suele desconocer en la mayoría de las ocasiones, siéndole de aplicación a tal supuesto el régimen de prohibición de sustitución del art. 261 C. Com.*”, pp. 17-18

⁵⁶⁴ SANTILLÁN FRAILE, I., “Cuentas ómnibus y régimen de separación...”, p. 18; NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., “La información a inversores en la administración de valores negociables”, *RDMV*, nº 9, 2011, p. 11.

⁵⁶⁵ A exigir un número de valores de la misma clase, serie y emisor (RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “La colaboración bancaria...”, cit., pp. 21-22). A este respecto, en los ordenamientos sobre la titularidad de la cuenta de valores tenemos aquellos que reconocen al titular un derecho real, oponible a terceros y que resiste la insolvencia del intermediario. Otros ordenamientos establecen que se tiene un derecho de crédito –porque son depósitos comunes de valores fungibles., como es un depósito irregular solo goza el titular de un derecho de crédito, v. in extenso, GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings... op. cit.”

⁵⁶⁶ La fungibilidad del bien depositado no conlleva la irregularidad del depósito, incluso aunque se mezcle con bienes también fungibles de los depositantes, salvo pacto en contrario (art. 309 C. Com), *cnmv* 18

⁵⁶⁷ CNMV, *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, 2007, p.18.

⁵⁶⁸ RODRIGUEZ MARTINEZ, I., *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*, Marcial Pons, 2004, pp. 29 y 30.

real o beneficiario último mientras que la legitimación que se requiere para el ejercicio de los derechos como socio se le confiere al titular formal o custodio que aparece en el sistema⁵⁶⁹.

Por lo tanto, el propio sistema de tenencia y custodia de valores provoca la generación del *decoupling*. Las cuentas ómnibus causan la pérdida de la relación entre el emisor y los inversores reales, lo que obstaculiza la eventual legitimación del inversor último para el ejercicio de los derechos de minoría o la impugnación de acuerdos, dada la dificultad para detectar la titularidad, salvo en el caso de que detraiga de la cuenta global los valores y se individualicen⁵⁷⁰. Asimismo, son “instrumentos de opacidad” ya que imposibilitan conocer al inversor último⁵⁷¹ lo que puede dar lugar a la modificación de la titularidad real de los valores sin que se traslade al registro contable⁵⁷². Es decir, el recurso a la tenencia indirecta combinado con el *decoupling* provoca que la disociación de la titularidad de la acción empeore⁵⁷³, pues a la escisión entre legitimación formal y titularidad real que ocurre en los casos de tenencia indirecta, se le añade la disociación entre el poder de decisión a través del ejercicio del voto y el interés económico de la acción⁵⁷⁴. Tal como se puede apreciar en el siguiente esquema:

⁵⁶⁹ Como han destacado GARCIMARTIN ALFEREZ, F., y GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Los valores depositados en un intermediario...”, p. 18 y ss, en estos casos, los riesgos de emisión se mantienen constantes lo que se incrementa es el riesgo de custodia ya que la titularidad real depende siempre de que el intermediario (intermediarios extranjero custodio) disponga de valores suficientes en sus respectivas cuentas en el eslabón superior para cubrir todos los saldos que están reconociendo a sus clientes. A mayor número de eslabón, los riesgos de custodia aumentan. Mientras que la *lex societatis* regula las relaciones entre este y los titularidades de valores. La ley que ha regido la emisión. Leyes que rigen las relaciones entre el inversor y sus intermediarios en base al PRIMA Approach, Convenio de la Haya, la determinación de cada eslabón la ley aplicable, conforme a la cual, la ley aplicable a los derechos del titular en un sistema de tenencia indirecta es la del intermediario relevante, la del intermediario en el cual ese titular mantienen su cuenta de valores.

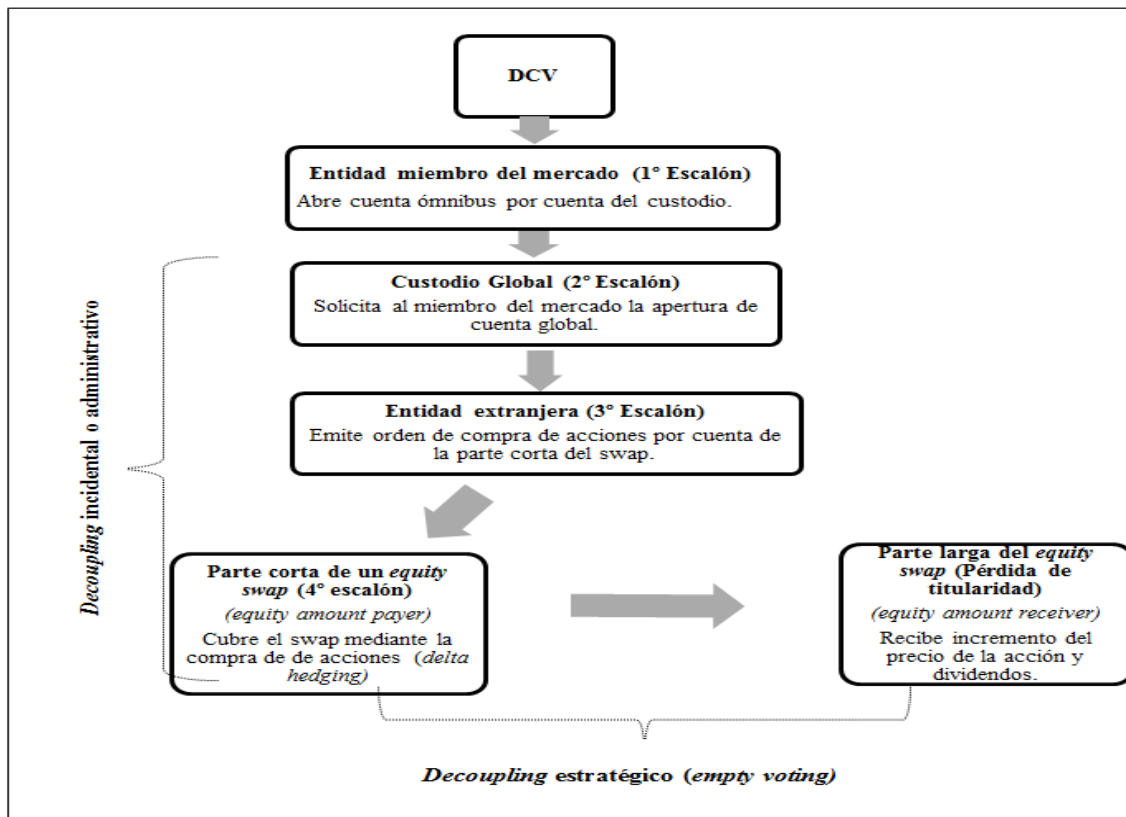
⁵⁷⁰ DIAZ RUIZ, E., “El depósito de valores...”, *op.cit.*, cit., p. 6.

⁵⁷¹ Aunque se apunta a que a) Se establece una excepción “La contabilización de los valores en la cuenta ómnibus no supondría una desprotección en sí misma para el cliente si antes de figurar en tal cuenta estos hubieran sido identificados en la cuenta de detalle que al entidad delegada tiene abierta en el Registro Central--”, RODRIGUEZ MARTINEZ, I., *El contrato bancario...*, *op.cit.*, cit. p. 21.

⁵⁷² SANTILLÁN FRAILE, I., “Cuentas ómnibus y régimen de separación...”, *op.cit.*, p. 10; DIAZ RUIZ, E., “El depósito de valores...”.

⁵⁷³ En este sentido, FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”, *op.cit.*, p. 628-629 destaca el agravante que supone la interposición fiduciaria y también la *record date*. Refiriéndose también a esa finalidad de ocultamiento de titularidades con el recurso a titularidades fiduciarias, vid. PERDICES HUETOS, A., “Funciones de los registros de accionistas como instrumentos de legitimación y autenticación en las relaciones emisor-inversor” en AA. VV. AA. VV., *Transparencia Accionarial y Buen Gobierno Corporativo*, Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo, 2010, p. 28.

⁵⁷⁴ En los casos en que el beneficiario último se encuentre en situación de ev, se plantean dos problemas de disociación, de un lado, la disociación entre legitimación formal y titularidad real, de otro la disociación entre poder de voto y exposición económica al riesgo, FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”, *op.cit.*, p. 643. En Portugal, cuyo sistema es similar a nuestro registro de



1 Esquema: Pérdida del titular real (Custodia global combinada con un equity swap)

Como efecto, el inversor último ya no lo es tal, al haber cubierto el interés económico de las acciones, lo que provoca una mayor incertidumbre en el emisor⁵⁷⁵ sobre quién realmente tiene el interés real en las acciones de la compañía. En efecto, la complejidad del sistema de tenencia indirecta dificulta que el voto fluya adecuadamente a lo largo de la cadena, siendo los custodios los que determinan los derechos y beneficios en operaciones complejas sin que haya una vigilancia por parte del depósito central de valores; todo ello supone además un incremento del riesgo de pérdida de control de titularidades de capital de las sociedades cotizadas y una amenaza a las funciones

anotaciones en cuenta también se hace notar el recurso al swap como técnica de titularidad fiduciaria de acciones en tanto en cuanto separen la titularidad formal del riesgo, siempre que a su vez se escindan el ejercicio de los derechos del socio, *vid.* FIGUEIRIDO, A. *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros*, Almedina, 2014.

⁵⁷⁵ GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities...”, *op.cit.*, p. 51, no es partidario de medidas que favorezcan la identificación del inversor último sino que consigan que ejercite los derechos, a este respecto, cita el caso de un equity total return swap como un caso en el que evita que se conozca al inversor último ya que la parte corta que tiene la titularidad formal de las acciones por lo que le corresponde votar, sin embargo, la parte B quien está financiando la operación, tiene derecho a decidir el sentido de voto que ejercerá la parte A. Esto lo que conlleva que si determinamos que el A es el accionista cuando no es conocido por el emisor provoca incertidumbre para el emisor si este le exige los dividendos o se presenta en la junta general, lo que nos lleva a “*corporate schizophrenia*” de un lado la sociedad quiere conocer al accionista con el fin de conseguir el quorum de asistencia o que voten en favor de las propuestas del consejo, pero a su vez necesitan exactitud.

básicas atribuida a los depositarios centrales⁵⁷⁶. A su vez, afecta al resto de inversores extranjeros en dicha cuenta global porque no se puede distinguir quién de ellos es un *empty voter*⁵⁷⁷ al no existir diferenciación entre los valores de los inversores⁵⁷⁸. Otro elemento distorsionador consiste en que la condición de accionista puede variar en función del ordenamiento jurídico⁵⁷⁹. Esto último acontece en la Unión Europea, donde al no haberse armonizado la identificación del accionista propicia que en algunos Estados miembros la definición de accionista no se corresponda con la de inversor último⁵⁸⁰, tal como ocurre en nuestro ordenamiento.

A modo de conclusión, el sistema de compensación de valores, los tipos de cuentas de gestión de valores o la variedad de sistemas de reconocimiento del accionista han contribuido a añadir un plus de opacidad de modo que las situaciones de *empty voting* o *hidden ownership* pasen desapercibidas. En efecto, en líneas generales, los ordenamientos no atribuyen la condición de accionista a un *hidden morphable owner* que se encuentra en una situación económica similar a un accionista puro sino que, por el contrario, sí se considera accionista al *empty voter* que ha transferido el riesgo. Por lo que podemos afirmar que la escisión del voto de la acción a través de la innovación financiera está intrínsecamente relacionada con la tenencia indirecta o fiduciaria de acciones, que contribuye a la pérdida del inversor último⁵⁸¹. En nuestro caso, se agrava

⁵⁷⁶CNMV, BANCO DE ESPAÑA, *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, 2007, p. 21: “Si esta nueva fenomenología se combina con la administración de cuentas de valores bajo fiducia en largas cadenas de muy difícil seguimiento y rastreo, de difícil audio tira, en las que son los custodios los que asignan y acreditan derechos y beneficios a operaciones complejas sin necesidad de un filtro del DCV (derechos que pueden no ser reconocidos en otras jurisdicciones), lo que se obtiene es un notable incremento del riesgo de pérdida del control de titularidades del capital de las empresas cotizadas y una amenaza cierta a las funciones básicas normalmente atribuidas a los DCV”.

⁵⁷⁷ ESMA- MANIFEST: Empty voting occurs through the inaccuracies inherent in the omnibus nominee system, it is very difficult to tell, and impossible to prove with legal certainty, how shareholders have voted. It is equally difficult for investors to properly identify themselves towards issuers when they wish (...)p. 5.

A su vez,

⁵⁷⁸ ESMA-Manifest: *Registrars cannot differentiate between holdings in the pooled account, which creates uncertainty as to whose shares have been voted (...)* Alegando los intermediarios han de respetar la confidencialidad de los clientes, p. 73

⁵⁷⁹ ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory...”, cit., p. 714.

⁵⁸⁰ ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory...”, cit., p. 715.

⁵⁸¹ Entre otros, FENWICK, M., y VERMEULEN, E. P. M., “The House of Cards of Corporate Governance: Re-Thinking Transparency and Disclosure of Ownership” (February 12, 2016). *Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper*, No. 2016-1. En España, la CNMV, *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, 2007 alerta: CNMV, BANCO DE ESPAÑA, *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, 2007, p. 21: “Si esta nueva fenomenología (empty voting) se combina con la administración de cuentas de

esta situación, pues ya sea a través de un contrato de custodia o de intermediación, perdemos al accionista último, que si, a su vez, ha cubierto su posición en la sociedad a través de derivados o préstamo de valores⁵⁸² tampoco se detectaría la traslación del riesgo o los derechos económicos a la contraparte.

6.4. La captura de votos y la record date como agravante.

El derecho del accionista a participar y votar en la Junta general se determina en función de la tenencia de acciones de una sociedad en la fecha de registro o *record date*⁵⁸³. La Directiva 2007/36/EC de 11 de julio vino a establecer en el art. 7.2, con carácter general, la exigencia de la fecha de registro. Se fija el plazo de 30 días como fecha límite, antes de la celebración Junta general, mientras que son los Estado Miembros quienes han de concretar cuál es la fecha exacta de la *record date* para la participación de los accionistas en la Junta general. Por consiguiente, la diferencia fundamental entre EEUU y, los ordenamientos europeos, es que se informa de la fecha de registro con la misma antelación que el orden del día⁵⁸⁴.

Entre los aspectos positivos que supuso la fijación de la *record date* se pueden señalar, la abolición del bloqueo de acciones con la consiguiente admisión a negociación de los valores entre la fecha de registro y la Junta general; otro de sus puntos positivos es que permite a los prestamistas de valores ejercer el derecho de *recall* y recuperar los valores que prestaron. En cambio, uno de los aspectos adversos del establecimiento de la fecha de registro es que se incrementa la posibilidad del aprovechamiento de la fecha de

valores bajo fiducia en largas cadenas de muy difícil seguimiento y rastreo, de difícil audiotira, en las que son los custodios los que asignan y acreditan derechos y beneficios a operaciones complejas sin necesidad de un filtro del DCV (derechos que pueden no ser reconocidos en otras jurisdicciones), lo que se obtiene es un notable incremento del riesgo de pérdida del control de titularidades del capital de las empresas cotizadas y una amenaza cierta a las funciones básicas normalmente atribuidas a los DCV". También, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., "Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado "voto vacío" ...", considera la posible aparición de las dos disociaciones a la vez, *op. cit.* p. 642.

⁵⁸² A este respecto, VERMEULEN, E., "Beneficial ownership and control: a comparative study – Disclosure, information and enforcement", *OCDE Corporate Governance Working Papers*, nº7, 2013, p. 16: "In order to protect minority investor, policy makers and legislatures should therefor considere the introduction of clear and stringent disclosure and transparency obligations that offer minority investoris a true picture of ownership and control structures and, more importantly, reveal the identity of the persons who should be consdieres ad the ultimate beeneficial owner".

⁵⁸³ A diferencia del sistema de fecha de bloqueo, donde a partir de dicha fecha no se pueden negociar con acciones, fue respaldada por un 85% de los que respondieron a los Comentarios a la directiva, vid. COMISIÓN EUROPEA, Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies, 2007.

⁵⁸⁴ CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., "Vote Trading...", *op. cit.*, p. 6.

registro para forzar situaciones de voto vacío⁵⁸⁵, conocidas como “*record date capture*”⁵⁸⁶, que consisten en tomar prestados valores (o comprarlos) antes de la *record date* o fecha de corte para devolverlos una vez transcurrida la fecha de corte⁵⁸⁷, incrementándose con esta operación el poder de voto de aquél que era accionista de la sociedad o posición larga⁵⁸⁸. De nuevo, al igual que ocurre con los sistemas de tenencia directa, la *record date* es otro ejemplo en el que sistema de registro de valores genera una nueva disociación, entre quien vota y quién soporta el riesgo de la posición, de nuevo el propio sistema general el conocido como *decoupling* administrativo⁵⁸⁹. Disociación que se agrava cuando es usada intencionalmente por el inversor para obtener la legitimación para ejercer el derecho de voto, transmitiendo los valores tras la fecha de registro.

En efecto, en algunos estudios se ha manifestado cómo el recurso al préstamo de valores en la *record date* supone la puesta en marcha de un mercado de votos⁵⁹⁰ o *vote trading* a un precio menor⁵⁹¹ que la compra de valores en la *record date*⁵⁹², que también podría

⁵⁸⁵ CLOTTENS, C., “Empty Voting: A European Perspective”, *ECFR*, 4, 2012, p. 476. En contra, RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-*Decoupling* – The Empty Voting Problem in the European Union”, Oxford Legal Studies Research Paper, 52, 2012, p. 18.

⁵⁸⁶ Por todos, HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”.

⁵⁸⁷ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt *Decoupling* and Empty Voting II: Importance and Extensions”, 156, *University of Pennsylvania Law Review*, *op.cit.*, p. 641.

⁵⁸⁸ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “The New Vote Buying...”, p. 817. Tanto en EEUU como en Europa se avalan los postulados manifestados por Hu en las consultas realizadas por la SEC y ESMA, respecto a esta última veinte de los veintinueve respuestas recibidas coinciden en que se producen supuestos de captura de votos mediante el préstamo de valores en la fecha de corte, haciendo notar la heterogeneidad de la fecha de corte entre los Estados miembros, vid. ESMA, *Call for evidence on Empty Voting- Feedback statement*, p.5 y nota a pie nº4.

⁵⁸⁹ En este sentido, KAHAN, M/ ROCK, E. B., “The Hanging Chads...”, *op. cit.*, p. 1267. denotaba la menor peligrosidad de las discrepancias incidental en términos de disociación que en las intencionales como el *empty voting*. Últimamente, entre las últimas contribuciones a la diferenciación entre el *decoupling* intencional y el administrativo –referido a la disociación entre titularidad formal y real de la acción, ANKER-SORENSEN, L., “Financial engineering as an additional veil for the corporate group”, *European Company Law*, nº 13, nº 5, 2016, 163.

⁵⁹⁰ No se encuentra en el *spot market* pero si en el Mercado del préstamo de acciones, vid. CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “Vote Trading...”, p. 35. Por el contrario, en otro estudio se constata el incremento de los préstamo de valores en las dividend dates- como picos extraordinarios ene el FTSE Index 100 cuando normalmente es 2.5% a 3.5% se incrementaba a un 6% en fechas coincidentes con dividendos, así mismo se comprobará si el número de accionistas que prestan acciones y no ejercitan el recall es mayor que los accionistas apáticos, siendo mayor la apatía racional por lo que no llega a ser relevante los préstamos de valores, vid. FAULKNER, M. C., *Securities Lending and Corporate Governance*, pp. 7-8.

⁵⁹¹ CLOTTENS, C., “Empty Voting...”, *op.cit.*, p. 448.

⁵⁹² Su estudio calcula que “the average vote sells for zero”, CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “Vote Trading...”, *op.cit.*, p. 3. En este mismo sentido, RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-*Decoupling*...”, *op. cit.*, p. 21, considera que resulta menos común la compra que el préstamo de valores debido a que resulta más costosa, realizando prestamos estableciendo contractualmente el derecho de voto

implicar un supuesto de *empty voting*⁵⁹³. Aunque se conseguiría el mismo efecto si se compran las acciones en la fecha de registro y se vendiesen inmediatamente tras la *record date* pero antes de la Junta general⁵⁹⁴. La diferencia reside en que una operación de préstamo de valores no expone al inversor al riesgo económico de la acción a diferencia de la compra de acciones, por lo que el préstamo de valores es una operación óptima en la *record date* para que ocurra el *vote trading*⁵⁹⁵.

El fenómeno del *empty voting* a través de la captura de la *record date* se agravaría en el seno de sociedades que coticen en varios países, porque los inversores pueden eludir las fechas de registro. Por ejemplo, la fecha de registro de aquellas sociedades estadounidenses, particularmente, aquellas inscritas en Delaware, ronda de los 45 a 60 días⁵⁹⁶, por lo que las sociedades de origen europeo que coticen en USA deben adoptar una fecha de registro similar para los accionistas americanos. En efecto, el inversor americano que tenga las acciones en la fecha de registro americano y que ya ostenta el derecho de voto vía América, puede votar posteriormente por las acciones que coticen en bolsa, por ejemplo en la bolsa de Londres, en dicha fecha de registro y votar de nuevo, por lo que su voto se computaría dos veces ya que tiene la tenencia de dichas

⁵⁹³ Cfr. ESMA, *Call for evidence on Empty Voting- Feedback statement*, VANNESTE, K., “Decoupling Economic Rights from Voting Rights: A Threat to the Traditional Corporate Governance Paradigm”, *EBOR*, 15-1, 2014, p. 69.

⁵⁹⁴ Sobre la compra de acciones una vez anunciado una fusión, vid. BETHEL, HU, Wang, The market for shareholder voting rights around mergers and acquisitions: Evidence from institutional daily trading and voting, *Journal of Corporate Finance*, Volume 15, Issue 1, February 2009; CLOTTENS, C., “Empty Voting...”, p. 450. Aunque se ha destacado que el préstamo de valores se utiliza en mayor manera cuando se acerca la *record date* para dividendos -dividend record date- que la proxy record date anteriormente indicada, tampoco se incrementa la loan fee, si bien reconocen que las loan fee comienzan a subir en proxy record date, vid. MOSER, S. M., NESS, B. F. V. y NESS, R. A. V., “Securities lending around proxies...”, p. 10.

⁵⁹⁵ En este sentido, recomendaban HARRIS, M., RAVIV, A., “Corporate governance-Voting rights and Majority rules”, *Journal of Financial Economics* 20, 1988, el estudio de la fenomenología que acontece en el préstamo de valores, siendo así el objeto de un importante estudio realizado 10 años después por CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “Vote Trading...”, op. Cit. El estudio arroja dos importantes hallazgos, de una parte se evidencia que existe un mercado de votos alrededor de la *record date*, ya que el volumen de préstamo de valores se incrementa, de otra parte, no se produce un incremento en el precio del préstamo de valores en *record date*, manteniendo el mismo siendo en *record date* o no.

⁵⁹⁶ En las sociedades estadounidenses el período que media entre la *record date* y la celebración de la Junta general es extenso, de aproximadamente 54 días. Las sociedades no tienen que avisar a los accionistas sobre la *record date*, si bien la legislación federal- Reg 240. 14c-7 (a)3- determina que se ha de notificar la *record date* a *brokers, dealers* y a otros intermediarios similares con veinte días de antelación, por lo que a pesar de no informar directamente a los accionistas, la información es pública. Asimismo el anuncio de la celebración Junta no tiene por qué coincidir con el anuncio sobre el orden día por lo que se hace más difícil el *recall* cuando le interesa votar al prestamista en dicha Junta al conocer el orden del día. Vid, *in extenso*, CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “Vote Trading...”, op.cit.,p. 5. KAHAN, M., y ROCK, E. B., “The Hanging Chads...”, op.cit., p. 1270

acciones en dos fechas de registro diferentes que le permiten votar⁵⁹⁷; sin embargo, como posteriormente analizaremos no se han dado supuestos de voto doble u *over voting* en Europa⁵⁹⁸.

De lo expuesto hasta aquí se desprende que la admisión de una fecha de legitimación para el ejercicio de voto con anterioridad a la Junta general abre la puerta a que afloren situaciones en las que el que aparecía como accionista en la fecha de registro haya dejado de serlo en el día de celebración de la Junta general y, por el contrario, aquellos que adquieran acciones antes de la Junta general, pero con posterioridad a la *record date* no tendrán la legitimación para votar. Por consiguiente, el establecimiento de la *record date* plantea el problema de que se manifiesten disociaciones entre la titularidad de la acción y la legitimación para el ejercicio del voto⁵⁹⁹. A su vez, cuanto mayor sea el espacio temporal entre la fecha de registro y la Junta general, se incrementa la probabilidad de que se produzcan disociaciones⁶⁰⁰.

En el caso particular de España, el ejercicio del derecho de voto en la Junta general está supeditado a la legitimación para asistir a la Junta general. En el caso de anotaciones en cuenta, en virtud del art. 179. 3 LSC está legitimado el accionista que “las tengan inscritas en sus respectivos registros con cinco días de antelación a aquel en que haya de celebrarse la Junta”. A este respecto, el art. 23. 3 del RD 878/2015 determina la competencia del DCV, en nuestro caso IBERCLEAR para prestar el servicio de suministro de datos relativos a la identidad de los accionistas con ocasión de la celebración de la Junta general. En particular, el art. 26. 2 del Reglamento de Iberclear indica que la relación de titulares incluirá las direcciones y medios de contacto sobre los legitimados que hayan facilitado las entidades participantes. Esta información se aglutina en el fichero HTITU02, que ha reemplazado al archivo X-25⁶⁰¹.

⁵⁹⁷ AA.VV. *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven University Press, Leuven, 2010, p. 140.

⁵⁹⁸ RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, *op.cit.*, p. 21.

⁵⁹⁹ A excepción de los supuestos del 7.4, vid. DE LUCA, N., “On Record Date, Empty Voting, and Hidden Ownership - Some Remarks on EU Directive 2007/36/Ce from a European Perspective”, *Rivista di diritto societario*, 2010/2, p. 317.

⁶⁰⁰ RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, p. 20; “On Record Date, Empty Voting, and Hidden Ownership - Some Remarks on EU Directive 2007/36/Ce from a European Perspective”, *Rivista di diritto societario*, 2010/2, p. 332; no obstante, se aboga por la futura comprobación en tiempo real, p. 340 y CLOTTENS, C., *op.cit.*

⁶⁰¹ Reforma de la Compensación y Liquidación en España, <http://www.bolsamadrid.es/docs/Empresas/REFORMA-EMISORES.pdf>

Como median 5 días entre la fecha de legitimación para asistir y votar en la Junta general, pueden darse casos en nuestro ordenamiento de *empty voting* por *record capture*. Es más, la práctica puede inducir a una mayor confusión pues las sociedades cotizadas suelen optar por la emisión de las tarjetas de asistencia como método de acreditación para el acceso a la junta general que se expiden con 25 días de antelación a la citada junta general. Como el fichero HTITU02 se realiza sobre las titularidades con 5 días de antelación a la junta, puede ocurrir que la tarjeta de asistencia no coincida con quien soporta el riesgo de la inversión en el momento de celebración de la junta. Esta situación se origina si durante el periodo que media entre el D-25 y el D-5 se produce el préstamo de valores y se finaliza el préstamo antes de la celebración de la junta general, es decir, entre los 4 días anteriores a la celebración de la junta⁶⁰². Como resultado, llegado el día de la Junta general, podría presentarse el prestamista con la tarjeta de asistencia y el prestatario que aparece en la HTITU02, siendo este último el sujeto legitimado en virtud de la inscripción registral en la fecha de registro a pesar de quien soporta el riesgo de los resultados de la votación es quien figura como legitimado registral.

En suma, además de la agravación de la disociación entre la *beneficial ownership* y la titularidad real que como ya hemos visto potencia que aparezca el *decoupling*, el accionista en la *record date* ha dejado de ser el propietario de las acciones tras dicha fecha, por lo que su exposición económica al riesgo es nula al haber tenido en su haber la acción sólo un día⁶⁰³. En consecuencia, ante una posición de riesgo cero, el captor del voto mediante *record date* puede utilizar el ejercicio de voto para alcanzar propósitos privados ajenos al interés social⁶⁰⁴, debido a que si considerasen que su voto supone el

⁶⁰² Vid. in extenso, GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Los mecanismos de identificación y legitimación del accionista a través de iberclear y sus entidades participantes: funcionamiento del sistema” en AA. VV., *Transparencia Accionarial y Buen Gobierno Corporativo*, Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo, 2010, pp. 12.

⁶⁰³ HU, H. T. C. y BLACK, B., “The new vote buying...”, *op.cit.*, p. 835.

⁶⁰⁴ En este sentido, KAHAN, M., y ROCK, E. B., “The Hanging Chads...”, *op.cit.*, p. 1267. En Europa, VANNESTE, K., *op.cit.*, p. 81, considera que el accionista está desprovisto de los votos que le han sido otorgados, utilizándolos como un arma blanca para dañar a la sociedad y a los intereses de los socios. Mientras que CLOTTENS, C., “Empty Voting...”, p. 450, a propósito del accionista en la *record date* alerta de que su objetivo puede ser que bajen las acciones ya que puede obtener beneficios de dicha bajada intencionada. Por su parte, RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, p. 18, alude a la “*disruption of management*” como efecto del *empty voting*, p.3; mientras que la AMF, *Report of the working group chaired by Yves Mansion on securities lending before general meetings of shareholders*, enero 2008, p. 3, observa los potenciales efectos que pueden suceder si consigue el apoyo del resto del

incremento del bienestar social mantendrían sus acciones, en el caso que fuera un compra de acciones⁶⁰⁵. Ahora bien, se debe realizar un ejercicio de delineación y distinguir aquellas disociaciones no intencionadas que pueden aparecer y que son fruto del propio sistema de *record date*, por lo que éstas no resultarían ilegales ya que el accionista no tiene porqué mantener el interés económico en dicha compañía hasta el día de la Junta general⁶⁰⁶, de las disociaciones con propósito fraudulento. No obstante, algunos autores observan efectos positivos en el recurso a este tipo de prácticas ya que sostienen que la captura del voto en la *record date* puede trasladar el ejercicio del derecho de voto de aquellos titulares desinformados y apáticos hacia inversores informados⁶⁰⁷.

6.5. La inflación de valores u over voting. Evidencias en EEUU y hallazgos preliminares en la Unión Europea.

La tenencia de los valores de sociedades cotizadas estadounidenses se encuadra dentro de los sistemas de tenencia indirecta de valores⁶⁰⁸, que se realiza mediante intermediarios que gestionan los *margin accounts*, coloquialmente conocida como la llevanza de cuentas de valores en “Street name”⁶⁰⁹. En estas cuentas, es el intermediario

accionariado, sin embargo, sin exposición al riesgo. Por el contrario, FERRARINI, G., “Prestito titoli...”, p. 639, considera que el hecho de tomar una posición de *empty voting*, por ejemplo, mediante el préstamo de valores, no tiene por qué significar un daño a la sociedad, puede que sea contraria a los intereses de la minoría.

⁶⁰⁵ Otra razón sería por razones de liquidez, CLOTTENS, C., “Empty Voting...”.

⁶⁰⁶ RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, *op. cit.*, p. 18. En España también se ha planteado dicha situación a la hora de transponer la Directiva y la prevalencia de la legitimación formal frente a la titularidad real lo que puede dar lugar al de la *record date* con operación de préstamo de valores, vid. RECALDE CASTELLS, A., *Limitación estatutaria*, pp. 55-57, 68.

⁶⁰⁷ CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “Vote Trading...”, *op. cit.*

⁶⁰⁸ El sistema de compensación y liquidación de valores estadounidense mayoritario es el Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), que es la sociedad holding y se instaura como “holder of record” de la mayoría de valores en EE.UU de manera agregada o “fungible status or bulk”. Su filial, la sociedad *National Securities Clearing Corporation* (NSCC) provee a los miembros de DTCC el sistema de compensación y liquidación de valores denominado Continuous Net Settlement System (CNSS). Si un cliente de unos de los miembros de DTCC compra o vende acciones, a los tres días siguientes se compensará la operación por los miembros de DTCC en NSCC mediante el sistema de compensación CNSS electrónico. Por tanto, las posiciones largas en el CNSS significan valores que debe NSCC a los miembros participantes, mientras que las posiciones cortas, son los valores que deben los miembros al NSCC (vid. vid. BARTOS, J., *United States Securities Law, A Practical Guide*, Kluwer Law, p. 239 y ss, DONALD, D.C.: “Donald, David C., The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries (September 26, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1017206> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1017206>”, pp. 48 y ss.

⁶⁰⁹ Minoritariamente, se elige la tenencia directa o record holding, teniendo una relación directa con el emisor, apareciendo en los registros del emisor o su agente-8-102 (a)(13) 1994, Rule 14-1 Exchange Act y 17 Ad-9, los valores bien se tienen mediante certificado o de manera electrónica vía un sistema de registro directo –DRS–, que le permite tener su propiedad en el registro del emisor sin tener los valores de manera física. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION , 17 CFR Parts 240, 270, 274, and 275

(bróker o nominee) quien figura como accionista. No obstante, en contraposición con nuestro sistema de registro, al inversor último o *beneficial owner* se le confiere un “*securities entitlement*” otorgándole ciertos derechos relativos a la valores en los que figura como propietario el *account provider* o *securities intermediary’s property*⁶¹⁰ en función del acuerdo adoptado entre ellos o bien, en virtud de lo establecido en el art. 8 del Uniform Commercial Code en aquellas jurisdicciones que lo hayan adoptado⁶¹¹.

Respecto al ejercicio del voto en la junta general, una vez que la entidad emisora haya fijado la fecha de celebración de la Junta y la *record date*, remitirá sendas fechas al depositario central de valores (DTC) que éste, a su vez, reenviará a los participantes. Asimismo, el emisor requerirá al DTC para que le remita una lista con fecha de la *record date* sobre la “*securities position listing*”, que identifique los participantes y el número de valores que éstos tienen del emisor en las cuentas del DTC. A su vez, éste ejecutará un “*omnibus proxy*” - como *holder of record* de la mayoría de los valores- por cada Junta general, y, por ello, es quién puede ejercer los derechos de voto de las acciones, garantizando de este modo la transferencia del derecho de voto a cada participante que tiene los valores en depósito en el DTC. Posteriormente, el que figura como propietario en las *margin accounts* reasigna el derecho de voto a los inversores últimos con la ayuda de *Proxy Agent* o *Solicitation firms*⁶¹².

La complejidad del sistema se pone de manifiesto especialmente cuando se realizan operaciones de préstamo de valores. En los acuerdos entre el inversor y el intermediario financiero sobre la llevanza de las *margin accounts* es práctica habitual permitir a los intermediarios hipotecar o prestar los valores de sus clientes a través de cláusulas en el contrato o *standard margin agreement*⁶¹³. Estas operaciones no son comunicadas a los clientes ni reciben ningún tipo de beneficio derivado de ellas ya que el contrato sobre la

[Release Nos. 34-62495; IA-3052; IC-29340; File No. S7-14-10], RIN 3235-AK43, CONCEPT RELEASE ON THE U.S. PROXY SYSTEM, p. 13

⁶¹⁰ Securities Intermediary (Exchange Act Rule 17 Ad-20: A clearing agency or a person, including a bank, broker, or dealer, that in the ordinary course of its business maintains securities accounts for others in its capacity as such. Segunda definición UCC 8-102(a)(14) (1994)

⁶¹¹ BENJAMIN, J., *The law of global custody*, Butterworths, London, p. 223; BARTOS, J., *United States Securities Law, A Practical Guide*, Kluwer Law, p. 239 y ss, DONALD, D.C.: “Donald, David C., The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries (September 26, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1017206> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1017206>”, pp. 48 y ss

⁶¹² PARTNOY, F., “Encumbered Shares”, *op.cit.*, p. 797.

⁶¹³ Vid. KAHAN, M., y ROCK, E. B., “The Hanging Chads...” *op.cit.*

cuenta margen estipula que los beneficios de las operaciones serán recibidos por el bróker⁶¹⁴. Dadas las características del sistema de tenencia indirecta americano, no resulta posible identificar qué valores han sido prestados por el intermediario. En efecto, cada cuenta del intermediario financiero en DTC es fungible sin posibilidades de identificación de los valores⁶¹⁵ por lo que no se puede saber cuáles valores específicamente han sido prestados. De ahí que el *ómnibus proxy* no se identifica si las acciones han sido prestadas ni tampoco reconoce las partes de la transacción⁶¹⁶; por ende, puede ocurrir también que se le hayan concedido más derechos de voto al bróker que los que realmente tenga. Así las cosas, en aquellas cuentas de valores intermediadas por un bróker, si los clientes, que desconocen que sus acciones han sido prestadas, votan en la junta general y también votan los prestatarios, pueden suceder situaciones de voto doble u *over voting*⁶¹⁷. Cuando un inversor permite el préstamo de sus valores, se está creando un nuevo accionista, ya que “el préstamo de valores crea la ilusión óptica de que hay más acciones que las que hay actualmente registradas”⁶¹⁸.

La solución a posibles situaciones de *over voting* viene respaldada por *Broadridge*, que es la agencia encargada de enviar los *proxy* a los inversores finales. Ésta remitirá el número total de *proxies* en virtud del *ómnibus*, lo que puede provocar que se devuelvan más *proxy* de los que realmente ostenten. Si se diera esta situación, el inspector de las elecciones en *Broadridge* se pondrá en contacto con el bróker, para que sea éste quien solucione la discrepancia⁶¹⁹. Por lo tanto, en las situaciones de *over voting*, donde prestamista y prestatario quieren votar, el bróker reubica el voto de aquellas posiciones largas que no han emitido *proxies* a accionistas que han emitido el *proxy* pero sus acciones han sido tomadas en préstamo. En suma, el bróker, bajo la salvaguarda de la

⁶¹⁴ APFEL, R.C., PARSONS, J. E., SCHWER, G. W., y STEWART, G. S., “Short Sales Short sales...”, p. 17.

⁶¹⁵ *Ibid*, p. 18.

⁶¹⁶ *Ibid*, p. 19. en aras de confirmar su derecho de voto, no debe tener las acciones en una margin account o bien debe exigir al bróker que transfiera las acciones a la “cash side” de la cuenta antes de la *record date* para votar, aun así bajo esta última alternativa tampoco tiene como saber si las acciones se han tomado en préstamo o no.

⁶¹⁷ PARTNOY, F., “Encumbered Shares”, *op.cit.*, p. 778-779; PARTNOY, F., “Encumbered Shares”, *op.cit.*, pp. 779-798: “Because there are only a finite number of votes, when shareholder permits a share to be borrowed for shorting, she essentially creates a new shareholder. Share lending thereby creates the illusion that there are more shares owned beneficially than are actually registered”; SCANELL, K., “How borrowed shares swing Company votes”, *Wall Street Journal*, 26 enero 2007.

⁶¹⁸ CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “Vote Trading...”, p. 9, SEC 1991.

⁶¹⁹ KAHAN, M., y ROCK, E. B., “The Hanging Chads...”, p. 1260. CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “Vote Trading...” p. 9, SEC 1991.

apatía racional de los accionistas, permite al prestamista o parte larga en un préstamo de valores, que ha perdido el derecho de voto por dicha operación, votar al obtener los derechos de voto de otras posiciones largas y apáticas que no han emitido el voto. Esta reubicación tiene como efecto que una acción genere múltiples derechos de voto, hasta tantos como número de préstamos se hayan realizado⁶²⁰. Uno de los problemas subyacentes es que se van a votar más acciones que en situaciones donde no sobrevenga préstamo de valores y, por consiguiente, ello hace más factible que los administradores se sirvan del préstamo y lleguen a aprobarse sus propuestas o bien que sea el accionista el que se asegure que la propuesta sea la más votada⁶²¹.

En definitiva, la apatía racional de los accionistas permite la manipulación de los derechos de voto de quienes no lo ejercen⁶²² y por ende fomenta que se produzcan situaciones de *over voting*⁶²³. Por el contrario, si se informara a los clientes de las *margin accounts* que sus acciones han sido tomadas en préstamo y, en consecuencia, no pueden ejercer el derecho de voto, implicaría que se mostrarían reacios a prestar las acciones provocando la iliquidez del mercado y reducirían la compensación que se le da a los bróker por ejecutar las operaciones de préstamo⁶²⁴. A la espera de la reforma del sistema de *proxy* en EEUU, de la consulta *Concept Release on the U.S. Proxy System* se desprende que el 92% de las “*comment letters*” recibidas defienden la reforma del sistema de *proxy* para la aminoración de supuestos de *over voting*⁶²⁵.

Por el contrario, en Europa, no existen evidencias casuísticas ni estudios empíricos que pongan de manifiesto situaciones de *over voting* por préstamo de valores⁶²⁶. En este sentido, el documento de consulta de la Comisión Europea “*Fostering an Appropriate Regime for Shareholders’ Rights*” manifiesta que aquellos operadores consultados no

⁶²⁰PARTNOY, F., “Encumbered Shares”, *op.cit.*, p. 780.

⁶²¹KAHAN, M., y ROCK, E. B., “The Hanging Chads...”, pp.1262-1263, 797 y nota a pie 104.

⁶²²De lo contrario, se anularían los votos del *over voting* por lo que se producirían menos votos “*wholesale disqualification of votes*”, *vid.* KAHAN, M., y ROCK, E. B., “The Hanging Chads...”, *op.cit.*, p. 1269

⁶²³SECURITIES TRANSFER ASSOCIATION, 2005; por su parte, PARTNOY, F., “Encumbered Shares”, *op.cit.*, p.780, entiende que la sociedad presenta una estructura de derechos de voto proporcionales al número de acciones.

⁶²⁴PARTNOY, F., “Encumbered Shares”, *op.cit.*, p. 779.

⁶²⁵Con anterioridad, en el año 2009, ya se había evidenciado la peligrosidad de los supuestos de *over voting* en SEC, Securities Lending and shortsale Roundtable, en este sentido uno de los participantes comentaba: “*It is important to make sure --just on the topic of doble voting, that the custody records that we keep are very exact on what shares are available to the beneicial owner to vote, and what shares have left the bank under loan. So those records are within the custody systems of the major custodians*”, p. 115

⁶²⁶TURIG, D., *Clearing and settlement in Europe*, Bloomsbury professionals, 2012, p. 20.12.

percibían de manera mayoritaria problemas en torno al préstamo de valores y el voto transfronterizo, por lo que los préstamos de valores tendrían que seguir formulándose sus términos a nivel contractual sin la acción de la Unión Europea. En esta misma línea, en la consulta de ESMA “*Call for evidence on empty voting*” tampoco se constata el *over voting* como un problema asociado al *empty voting*, de las 28 respuestas remitidas, sólo una de ellas, ha expresado la eventual conexión entre el *empty voting* y *over voting*⁶²⁷. No obstante, algunos de los participantes en la primera consulta alertaron de que en ocasiones, los accionistas ignoran que sus acciones han sido tomadas en préstamo, por lo que en este caso sí sería necesaria la mejora de la transparencia de la posición jurídica del prestamista-accionista desde instancias europeas⁶²⁸. Como ejemplo ilustrativo de falta de transparencia cabe destacar el supuesto de cesión del derecho de voto por el inversor a su gestor de carteras, por lo que, en caso de que el inversor solicitara el ejercicio de voto en la sociedad en la que se ha invertido, el gestor, pasada la *record date*, no podría ejercerlo. En caso que sí enviara el *proxy* por más acciones que tuviera en la *record date*, sería rechazado el *proxy* por representar a más acciones de las que ostentaba⁶²⁹. De otro lado, la falta de transparencia también se aprecia en la parte corta del préstamo, pues, por ejemplo, el prestatario puede haber tomado las acciones en préstamo a través de un custodio.

No obstante, sí podrían aparecer supuestos de *over voting* en supuestos de llevanza de valores en cuentas ómnibus, ya que en este tipo de cuentas no se identifica quién es el titular de los valores depositados⁶³⁰. La cuenta aparece a nombre de la entidad delegante sin hacer distinción a si los valores han sido adquiridos por la propia entidad o en nombre de un inversor, generando por tanto la confusión en la titularidad de los valores⁶³¹. Por consiguiente, en los registros de la entidad con la que subcontratan,

⁶²⁷ Nos referimos a la respuesta dada por SC Depozitarul Sibex SASC, p. 1, sin embargo, no establecen que haya existido ningún supues, puede consultarse en: [EMPTY_VOTING.PDF](#).

⁶²⁸ *Responses favourable to some EU initiative in this field pointed out that shareholders often are not aware of the fact that their securities are being lent. Therefore, some of these respondents suggested, there should be minimum transparency requirements at EU level to ensure that shareholders are aware of the consequences of securities lending on voting rights. Other respondents, furthermore, suggested that speculative securities lending operations around the time of general meetings (especially in cases of takeovers)*, UE(DG Internal Market), “Fostering an appropriate regime for shareholders’ rights”, p. 8.

⁶²⁹ DAVIES, P., *Gower and Davies Principles of Modern Company Law, Eighth Edition* (Thomson/Sweet & Maxwell 2008), p. 493 y, especialmente, nota a pie nº 319.

⁶³⁰ Como supuesto de delegación bancaria, la cuenta ómnibus-261 C. Com- a través de la figura de la subcomisión; por el contrario, cuentas de detalle es un supuesto de sustitución, vid. RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “La colaboración bancaria...” p. 261.

⁶³¹ RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “La colaboración bancaria...” pp. 4 y 18.

aparecerán como accionistas la entidad inversora extranjera y no los inversores, de ahí que no tenga ningún tipo de restricción en la gestión de los valores depositados aunque fuere manifiesto su titularidad fiduciaria⁶³², provocando que el inversor final no sea el legitimado⁶³³. Por lo que se pueden haber prestado valores sin el conocimiento del inversor último y, llegado el día de la votación, tanto el inversor último como el tomador del préstamo pretenda ejercer el derecho de voto, por lo que se pueden dar tanto desfases en el cuadro de saldos, como situaciones de over voting, al ser cuentas de tipo colectivo⁶³⁴.

⁶³² La CNMV lo ha denominado el riesgo legal, en aquellos países como España, donde el DCV controla el registro de titularidades, porque no se reconocen a los beneficiarios de las cuentas ómnibus que el intermediario atribuye la titularidad de los valores en custodia MATEU DE ROS CEREZO, R., “ La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la ley de sociedades de capital”, *Centro de Gobierno Corporativo*, 2011, pp. 14 y21.

⁶³³ Definido como “limbo jurídico”, GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Los mecanismos de identificación...”, *op. cit.* p. 23.

⁶³⁴ RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “La colaboración bancaria...”p. 19

CAPITULO TERCERO LA TRANSPARENCIA COMO HERRAMIENTA PREVENTIVA PARA LA DETECCIÓN DEL EMPTY VOTING Y VARIANTES RELEVANTES.

I. CONSIDERACIONES PREVIAS

El objetivo de este capítulo es analizar la capacidad de detección de las situaciones de *decoupling* examinando varios regímenes relacionados con la transparencia.

En primer lugar, se analiza la trazabilidad de los contratos de derivados y préstamo de valores con el fin de determinar si la sociedad afectada o los socios pueden conocer las partes que celebran estos contratos.

Se continúa, en segundo lugar, abordando otros mecanismos para la detección de supuestos de *decoupling*, tales como la comunicación de las participaciones significativas o de control en la sociedad como vía para conocer situaciones de *decoupling*. De manera complementaria, se examinan otras normas que pueden favorecer la detección de operaciones de disociación como es la regulación de las ventas en corto o el abuso de mercado.

Finalmente, en tercer lugar, como cierre del capítulo, se evalúa hasta qué punto la normativa relativa a la identificación del accionista permite conocer al inversor último como vía para la potencial disminución de la aparición de situaciones de *empty voting* al constituir un agravante del *decoupling* la posible tenencia indirecta de acciones.

Lo que queremos poner de manifiesto en este apartado es que la transparencia en las participaciones significativas y en la identificación del accionista, aunque tengan diferentes finalidades, fortalecen un buen sistema de gobierno corporativo pues nos pueden proporcionar una visión de conjunto de la estructura de propiedad de la sociedad⁶³⁵. Por este motivo, resulta relevante examinar también en qué medida nos permiten conocer las situaciones de *empty voting*.

⁶³⁵ ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory and Contract-Based Shareholding Disclosure”. *Uniform Law Review / Revue de Droit Uniforme*, 2010, p. 720.

II. EL CONTRATO DE PRÉSTAMO DE VALORES Y DERIVADOS EQUITY: CONOCIMIENTO DE LAS OPERACIONES Y DE SUS CONTRAPARTES. TRADE REPOSITORIES VS PTI

1. Derivados equity: En particular, derivados no estandarizados e incidencia de la información de los trade repositories.

La introducción de un nuevo marco legal en la Unión Europea respecto a los derivados OTC ⁶³⁶ al establecerse una nueva categoría intermedia entre la negociación estandarizada o bilateral que se refiere a los derivados OTC estandarizados compensables. Este nuevo régimen ha sido regulado por el EMIR y representa un nuevo marco legal para la mitigación del riesgo sistémico asociado a los derivados y la mejora de la transparencia. Entre otras medidas, establece la obligación de compensación de determinados derivados extrabursátiles u OTC a través de las ECC, así como también exige la notificación de los detalles relativos a los contratos de derivados a los registros de operaciones, siendo esta segunda medida en la que nos vamos a detener para examinar si resulta útil para la trazabilidad de los contratos por las sociedades o el público en general.

En cuanto a la primera medida, el art. 4 EMIR establece que la obligación de compensación de los contratos de derivados extrabursátiles se llevará a cabo cuando las dos contrapartes sean financieras o en aquellos supuestos en los que la contraparte no financiera supere los umbrales estipulados en el art. 10 EMIR. Para ello, en primer lugar, la autoridad competente ha de autorizar a una ECC⁶³⁷ la compensación de una categoría de derivado⁶³⁸, autorización que habrá de ser remitida a la AEVM mediante

⁶³⁶ *Vid. supra.* Capítulo 1.

⁶³⁷ En España, es la CNMV: <http://www.esma.europa.eu/page/Competent-authorities-responsible-authorisation-and-supervision-central-counterparties-CPPs>

⁶³⁸ En relación a cómo se ha de compensar:

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:352:0032:0039:EN:PDF>

categorías compensables son por el momento:

Las

una notificación que deberá seguir las normas técnicas que se establezcan⁶³⁹. En relación a la compensación, la Industria ha alertado que la elección por parte de la Unión Europea de una compensación tendente a abarcar la mayoría de los derivados *equity* puede dar lugar a que los usuarios finales se vean desprovistos de la contratación de los derivados *equity* de manera bilateral y, por ende, no se vean satisfechas las motivaciones particulares de los inversores finales. Como consecuencia, podría ocurrir que se incremente el riesgo en el mercado o que se produzca una restricción en las opciones de inversión para los participantes en el mercado⁶⁴⁰. Sea como fuere, nos encontramos ante un estado inicial de la compensación de derivados *equity* tras la aprobación del EMIR y de la Dodd Frank Act en EEUU, en el que se distinguen solo algunas ECCs que compensan derivados *equity otc*.

La plataforma *LCH* ofrece los primeros indicios de compensación en Europa: *Clearent* inauguró un procedimiento de compensación de CFD en el año 2013; mientras que en EEUU, la *Chicago Options Cleared Corporations* liquidó el primer derivado *equity* en abril de 2014 y el primer índice *equity* opción OTC sobre S&P 500 index. Asimismo, se ha notificado a la AEVM la posibilidad de compensación por *Nasdaq OMX Clearing AB* y, hasta el 3 de marzo de 2016, también se podía compensar estos derivados a través de *ICE Clear Netherlands B.V.*⁶⁴¹.

Equity Single Name

Asset-Class	Type	Sub-Type	Underlying	Settlement currency	Settle-ment conditions	Range of tenors	Name of the CCP	Notification to ESMA
Equity	Forwards/Futures	Vanilla	Single Name	DKK	Cash or physical	1D-5Y	NOMX	18 March 2014
Equity	Forwards/Futures	Vanilla	Single Name	EUR	Cash or physical	1D-5Y	NOMX	18 March 2014
Equity	Forwards/Futures	Vanilla	Single Name	NOK	Cash or physical	1D-5Y	NOMX	18 March 2014
Equity	Forwards/Futures	Vanilla	Single Name	SEK	Cash or physical	1D-5Y	NOMX	18 March 2014
Equity	Options	Vanilla	Single Name	DKK	Cash or physical	1D-5Y	NOMX	18 March 2014
Equity	Options	Vanilla	Single Name	EUR	Cash or physical	1D-5Y	NOMX	18 March 2014
Equity	Options	Vanilla	Single Name	NOK	Cash or physical	1D-5Y	NOMX	18 March 2014
Equity	Options	Vanilla	Single Name	SEK	Cash or physical	1D-5Y	NOMX	18 March 2014
Equity	CFD ³	Vanilla	Single Name	CHF	Cash	Indefinite	LCH Ltd	12 June 2014
Equity	CFD	Vanilla	Single Name	EUR	Cash	Indefinite	LCH Ltd	12 June 2014
Equity	CFD	Vanilla	Single Name	GBP	Cash	Indefinite	LCH Ltd	12 June 2014
Equity	CFD	Vanilla	Single Name	USD	Cash	Indefinite	LCH Ltd	12 June 2014

⁶³⁹ Art. 5 EMIR. Procedimiento aplicable a la obligación de compensación.

⁶⁴⁰ ISDA, *Central Clearing in the Equity Derivatives Market*, 2014.

⁶⁴¹ ESMA, Public Register for the Clearing Obligation under EMIR, p. 6, disponible en: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_clearing_obligation_under_emir.pdf:

En España, las funciones de compensación y liquidación han sido atribuidas a *MEFF Clearing* (en la actualidad, denominada, *BME CLEARING*, S.A.⁶⁴²). En particular, los contratos que se ven sometidos a las exigencias de compensación por BME Clearing son los derivados financieros que se compensan en el MEFF tales como los futuros sobre el IBEX 35 y sobre acciones con cualquier fecha de vencimiento (con límite de vencimiento el estándar admitido a negociación), opciones sobre acciones liquidadas por entrega con cualquier fecha de vencimiento y cualquier precio de ejercicio y de estilo americano o europeo y, por último, opciones sobre el Ibex 35 liquidadas por diferencias, con cualquier fecha de vencimiento y cualquier precio de ejercicio y de estilo⁶⁴³.

En definitiva, BME Clearing, por el momento, no ha abierto un segmento de compensación para la compensación de derivados equity OTC; por el contrario, desde noviembre de 2015, ha comenzado a compensar derivados OTC de tipo de interés. Habida cuenta de que solo dos de las diez ECC europeas autorizadas por la AEVM compensan y liquidan derivados *equity* resulta manifiesto que la compensación de los derivados *equity* se ve limitada por las características intrínsecas de los mismos, por lo que se tenderá a la compensación de otros derivados OTC, cuya caracterización sea más difícil o de una liquidez mayor⁶⁴⁴.

1. Overview of the European CCP authorisations per asset-class

European CCP authorised to clear OTC derivatives	Short Name	Date of notification to ESMA				
		Interest rate	Credit	Foreign Exchange	Equity	Commodity
Nasdaq OMX Clearing AB	NOMX	18 March 2014		25 February 2015 ⁷	18 March 2014	
KDPW_CCP	KDPW_CCP	8 April 2014				
Eurex Clearing AG	EUREX	14 April 2014 3 July 2015				
LCH.Clearnet SA	LCH SA		22 May 2014			
LCH.Clearnet Ltd	LCH Ltd	12 June 2014 27 March 2015		12 June 2014	12 June 2014	12 June 2014
CME Clearing Europe Ltd	CME CE	4 August 2014				4 August 2014
LME Clear Ltd	LMEC					3 September 2014
OMIClear – C.C., S.A.	OMIClear					31 October 2014
ICE Clear Netherlands B.V. ⁸	ICE NL				12 December 2014	
BME Clearing	BMEC	29 July 2015				

⁷ Authorisation was renounced and withdrawn under Article 20 on 3 March 2016

⁶⁴² Artículo 13 Reglamento. Mientras que la negociación se circunscribe a MEFF Exchange por Orden ECC/1556/2013 del Ministerio de Economía y Competencia, previo informe de la CNMV y el Banco de España.

⁶⁴³ Circular MEFF, C-EX-DF-03/2014, de 25 de febrero de 2014. Se actualiza por supresión de la negociación de los Futuros sobre Acciones por Diferencia con Subyacente Europeo.

⁶⁴⁴ ISDA, *Central Clearing in the Equity Derivatives Market*, 2014.

La segunda medida se recoge en el art. 9 del EMIR, al establecer la obligación de las contrapartes y de la ECC de notificar los datos sobre los contratos que adopten al registro de operaciones o *trade repository* inscrito en la AEVM. Esta medida también es aplicable a los derivados OTC aunque no hubieran sido compensados en una ECC, como suele ocurrir en el caso de los derivados *equity*. Por ello se hace necesario detenerse en el posible impacto de los *trade repositories* como motor de la trazabilidad de estos contratos y evaluar su utilidad para la detección de eventuales situaciones de *decoupling* por la sociedad que pudiera verse afectada.

Los registros de operaciones o *trade repositories*⁶⁴⁵ son personas jurídicas establecidas en la Unión Europea o bien fuera de la Unión, pero reconocidas por la AEVM, cuyo objeto primordial es la recopilación y conservación de la información relativa a los contratos de derivados que transmitan las partes y las ECC de forma electrónica⁶⁴⁶. Se ha señalado la semejanza entre los registros de operaciones y los depositarios centrales de valores debido a que podría equipararse la competencia de registro de los *trade repositories* a la función notarial de los depositarios centrales de valores. No obstante, en Europa, por el momento, el hecho de registrar un contrato en un registro de operaciones no implica el nacimiento de obligaciones entre las partes como así sucede con los depositarios centrales de valores. En efecto, como ya se ha analizado⁶⁴⁷, nuestro sistema de registro de anotaciones en cuenta confiere legitimación registral a quien conste inscrito e implica el nacimiento de derechos y obligaciones como detalla el art. 16 Real Decreto 878/2015⁶⁴⁸. A pesar de que no se confiere esta función por el EMIR a los *trade repositories*, se valora la oportunidad para que en un futuro los repositorios asuman una función adicional como es la confirmación electrónica de las operaciones ya que ambas partes han de reportar el contrato. En suma, los registros de operaciones pueden llegar a ser fedatarios públicos y cumplir la denominada función de *legal*

⁶⁴⁵ Han sido registrados por ESMA los siguientes repositorios que pueden registrar cualquier tipo de operación: DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL), Krajowy Depozyt Papierów Wartosciowych S.A. (KDPW), Regis-TR S.A., UnaVista Limited, CME Trade Repository Ltd. (CME TR); salvo ICE Trade Vault Europe Ltd. (ICE TVEL) que sólo registra Commodities, credit, equities, interest rates Foreign exchange

⁶⁴⁶ A este respecto, *vid.* n.º12, 2013, Revista del Mercado de Valores. Arts. 55 y 77 EMIR.

⁶⁴⁷ *Vid. supra.*

⁶⁴⁸ No obstante se apunta a que un futuro pudiera ser así: “(...) Una evolución positiva de unas instituciones que todavía son nonatas, podría llevar a los reguladores a conferir esa función notarial a los TRs en beneficio de la seguridad legal entre las partes”, *vid.* BENITO, J., “Los trade repositories y las CCPs en el mercado de derivados OTC, nuevos actores” en MARTINEZ PARDO, R., y JIMENEZ FERNANDEZ, A. (Dir.) *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2013*, FEF p. 145

*record*⁶⁴⁹. Esta función complementaria ya ha sido otorgada en otras jurisdicciones en las que los registros de operaciones sí ofrecen esta posibilidad cuyo ejemplo paradigmático se da en Brasil, donde los registros *BM&F Bovespa*, *Cetip 1* y *CIP-C3* tienen dicha función registral⁶⁵⁰.

En cuanto a la forma de comunicar la información sobre las contrapartes y los contratos a los registros de operaciones se tiende al recurso a términos armonizados. Tal como prescribe el art. 3 del Reglamento de ejecución (UE) número 1247/2012 de la Comisión de 19 de diciembre de 2012, las notificaciones a un repositorio deben incluir un identificador de entidades jurídicas⁶⁵¹, como es el *legal entity identifier* (en adelante, LEI) que es la vía para distinguir a las partes en los contratos de derivados⁶⁵². En España, se ha atribuido la competencia para proporcionar a las partes el código LEI al Registro Mercantil en virtud de la Disposición adicional segunda del Real Decreto-ley 14/2013. Aunque como el sistema LEI se encuentra todavía en fase de implantación, se ha autorizado al Registro Mercantil a actuar como *PRE- Local Operator Unit*⁶⁵³ y a otorgar códigos PRE-LEI⁶⁵⁴. Por su parte, los contratos de derivados que se reportan deben recurrir a un identificador único de producto, que en el caso de no existir, se

⁶⁴⁹ Entre las que destaca otros servicios adicionales al de confirmación electrónica como la gestión de colateral, reconciliación de portafolios, asimilación a reconciliación de portafolios; *vid.* RETANA GONZALEZ, D., “El rol de los *Trade Repositories*, diferencias de planteamiento en los distintos países del G-20” en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A., DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M^a. C., MUÑOZ PEREZ, A. F.(Coords.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013, p. 130.

⁶⁵⁰ FSB, *Reporting Financial Transactions to Trade Repositories in the Americas*, p. 4. Asimismo, ESMA, *Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)*, 2016: “With reference to other regulated activities, EMIR and the technical standards have no specific provisions limiting the activity of a TR only to TR related activities. In addition EMIR explicitly authorise TR to perform ancillary services (Article 78(5) of EMIR)7 and requires these services to be operationally separate”.

⁶⁵¹ En caso de no tenerlo, se requerirá un identificador de entidades provisional. Si tampoco se tuviera, se precisa la utilización de un código de identificación de negocio (*Business Identifier Code – BIC*) conforme a la norma ISO 9362. Se aprecia la necesidad de una armonización en los productos y en el uso del LEI a nivel global porque de lo contrario se está dificultando la agregación y presentación de la información (Finfing, 12, FSb), lo que ha llevado a BIS y IOSCO a recomendar en favor de la armonización, a este respecto, *vid.* BIS/IOSCO, *Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements*, 2012.

⁶⁵² PALA LAGUNA, R., “La disociación entre los derechos económicos y el derecho de voto en el gobierno corporativo de sociedades cotizadas: la actividad de los hedge funds como nuevos hechos que reclaman una reforma legal” en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS (Dir.), *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Thomson Reuters-Aranzadi, 2014, p. 1143.

⁶⁵³ Entidades públicas o privadas que implantarán el LEI a nivel local, siendo así las encargadas de proporcionar el identificador a las entidades que lo soliciten y de actuar como registro de la información de referencia que acompaña a dicho código.

⁶⁵⁴ Banco de España, Nota de prensa, Reconocimiento del Registro Mercantil como pre-LOU en España, 6 marzo 2014. Así como, Instrucción DGRN 24 enero de 2014.

utilizan través de la combinación del código ISIN atribuido conforme a la norma ISO 6166 o el código alternativo de identificación de instrumentos (*Alternative Instrument Identifier – AII*) y del correspondiente código CFI desarrollado según la norma ISO 10962. La CNMV es el organismo competente para la codificación de valores negociables, entre otros, las opciones y futuros negociados en un mercado oficial⁶⁵⁵. La estructura del Código ISIN se caracteriza por un prefijo (que se compone por dos caracteres asociados al país al que se asocia la emisión o instrumento financiero), el número básico (compuesto por nueve caracteres de tipo alfanuméricos, donde A y B son opciones y futuros respectivamente) y la cifra de control que se calcula a partir del valor de los once caracteres anteriores por aplicación de una fórmula, donde por ejemplo las opciones y futuros tienen un valor numérico de 10 y 11. Por el contrario, los productos OTC que van a resultar compensables como los *interest rate swaps* no serán codificados con un Código ISIN sino que, tal como establece el Reglamento, al no existir un identificador único del producto, se utiliza una taxonomía provisional⁶⁵⁶, al igual que sucederá, por tanto, si se procede a la compensación derivados *equity* OTC. Así las cosas, aunque la tendencia a la armonización en la identificación de las partes y los productos resulta adecuada, el hecho de que no haya un posicionamiento común único, dado que hasta el propio Reglamento de desarrollo ofrece varias alternativas de identificación, puede conducir a la heterogeneidad entre los distintos repositorios. A su vez, las discrepancias pueden acrecentarse por el hecho de que el EMIR exige que

⁶⁵⁵ Tal como establece la Disposición adicional primera del El Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible, y se ha dictado la normativa a este respecto: Circular 2/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación, Norma técnica 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en sus funciones de codificación de valores negociables y otros instrumentos de naturaleza financiera, sobre estructura de los códigos.

⁶⁵⁶

Circular

BME

2015

Componente del AII	Campo de los Datos Comunes	Valor	Ejemplo
Código del producto	1: Taxonomy Used	E	E
	2: Product ID1	IR para todos los productos	IR
	3: Product ID2	"SW_OIS" para los OIS "SW_ZCP" para los Zero Cupón Swan "SW_BAS" para los Swap Basis "SW_VAN" para los Swap Vanilla "FRA_" para los FRA	SW_VAN
Identificador de Call o Put	55: Option Type	C= Call, P= Put	
Fecha de Vencimiento	21: Maturity Date	En formato ISO 8601, campo Maturity Date del fichero CTRADES	20140212
Precio de Ejercicio		Hasta 10 dígitos en formato xxxx,yyyy	
Activo Subyacente	4: Underlying	I= Índice para derivados sobre índices.	I

ambas partes tengan que reportar el contrato⁶⁵⁷. En efecto, en el caso de que las partes notifiquen el contrato a distintos registros de operaciones puede dar lugar a que el contrato se compute dos veces o que se realice incorrectamente dada la escasa interconexión entre los repositorios⁶⁵⁸; es más, podría ocurrir que el contrato se compute en registros de distintas jurisdicciones cuando una de las contrapartes es extranjera. Por todo ello, se valora la necesidad de la implantación del *Unique Trade Identifier*⁶⁵⁹ que unifique la notificación de los contratos en los registros de operaciones.

A pesar del avance que se produce en la trazabilidad de los contratos y la identificación de las partes, es importante resaltar que la información que se pudiera obtener a través de los registros de operaciones sobre los contratos derivados no estandarizados no estará disponible de manera general sino que la información que se proporcione se gradúa en función de quién la vaya a consultar. Así, la AEVM puede acceder a todos los datos⁶⁶⁰ de las operaciones con el fin de ejercer sus competencias de supervisión (art. 2.1 EMIR). En el caso de que el registro de operaciones no suministre la información que se encuentre en sus bases puede ser multado por la AEVM, en calidad de supervisora europea de los repositorios⁶⁶¹, tal como ha sucedido con el repositorio *DTCC Derivatives Repository Limited* que no proporcionó el acceso a la información entre los meses de marzo y diciembre de 2014⁶⁶². Por el contrario, las autoridades competentes de los Estados miembros⁶⁶³, en nuestro caso, la CNMV, sólo podrán solicitar a los

⁶⁵⁷ Extremo que no sucede en EEUU donde el CFTC no lo exige, sino que estable una jerarquización de las contrapartes para determinar quién ha de reportar, § 45.8 CFR: Determination of which counterparty must report. En síntesis, en caso de que hubiera un swap dealer, éste es el que deber reportar, en caso contrario, sería el major swap participant, sino lo hay, la entidad financiera, en el caso de ambivalencia se establecen acuerdos aunque también el criterio de la nacionalidad norteamericana,

⁶⁵⁸ En este sentido, BENITO, J., “Los trade repositories...”, p. 145, apunta hacia el desarrollo de unos niveles de interconexión adecuados entre TRs que faciliten la tarea de supervisión de los poderes públicos, a la vez que permita una competencia leal entre los distintos proveedores.

⁶⁵⁹ V. RETANA GONZALEZ, D., “El rol de los *Trade Repositories*...”, PP. 132-133.

⁶⁶⁰ El apartado 7 establece los valores subyacentes, categoría de derivado, signo de la posición, número de valores de referencia y las contraparte de derivado.

⁶⁶¹ Arts. 64 y ss. EMIR, las sanciones se encuentran en el Anexo I.

⁶⁶² ESMA. Press Release. *Esma fines DTCC Derivatives Repository limited 64.000 for Data Access Failure*. 31 marzo de 2016. Entendemos que infringe el artículo 81, apartado 1, el registro de operaciones que no publica, periódicamente y de forma fácilmente accesible, posiciones agregadas por categoría de derivados respecto de los contratos que se le notifican

⁶⁶³ Artículo 114. Sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables.

1. Los depositarios centrales de valores que presten servicios en España deberán establecer un sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos que sirva como herramienta de intercambio y tratamiento de la información para la realización de las actividades de compensación, liquidación y registro de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial y que permita supervisar la correcta llevanza del registro de valores, tanto a nivel de registro central como de registros de detalle.

registros de operaciones el acceso a los datos de operaciones sobre derivados cuyo subyacente sea un valor emitido por una sociedad que esté admitida a cotización en un mercado español, que su domicilio social o su administración central se encuentren en España o que sea un oferente respecto de las entidades a que se refieren las letras a y b y que la contraprestación que se ofrezca incluya valores.

Finalmente, ni las sociedades cuyas acciones sean el activo subyacente de derivados *equity* ni el público en general pueden acceder a los datos concretos sobre un contrato de derivados que sea registrado, sino que únicamente pueden consultar los datos agregados que ofrezca el registro de operaciones. En efecto, tal como establece el art. 81 EMIR se exige la publicación a los registros de operaciones de las posiciones agregadas por categorías de derivados respecto de los contratos que les sean notificados⁶⁶⁴. Así, el Reglamento Delegado (UE) n° 151/2013 de la Comisión de 19 de diciembre de 2012, en su art. 1, establece que la información a proporcionar al público se desglosará de manera agregada, por lo que no se podría obtener la información sobre un contrato en particular. Esta información estará disponible al público bien en la web o en un portal en línea que sea fácilmente accesible. A este respecto, el registro central que se va a utilizar por la ECC española BME Clearing es la *joint-venture* REGIS-TR⁶⁶⁵; a través de su página web, se puede acceder a los datos agregados, clasificados semanal, mensual y anualmente⁶⁶⁶.

2. El sistema previsto en el apartado anterior deberá recoger, al menos, las operaciones, eventos y anotaciones susceptibles de dar lugar a variaciones en los saldos de valores de cada titular tanto en el registro central como en los registros de detalle.

3. El sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables deberá cumplir lo siguiente:

a) Garantizar la trazabilidad de las transacciones realizadas sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores desde la contratación hasta su anotación en el registro de valores y viceversa, así como conocer el estado de las mismas.

b) Facilitar la transmisión de la información necesaria para realizar la compensación, liquidación y registro de valores así como conocer el estado de dichas operaciones.

c) Facilitar el control de los riesgos y de las garantías exigibles por las correspondientes entidades e infraestructuras de mercado.

d) Informar diariamente a las entidades emisoras sobre la titularidad de los valores emitidos por éstas cuando así lo soliciten.

4. La información almacenada en el sistema no podrá ser utilizada ni transmitida para fines distintos de los previstos en la ley, salvo que medie autorización de la respectiva entidad suministradora, sin perjuicio de las obligaciones de información frente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o el Banco de España en el ejercicio de sus respectivas competencias.

⁶⁶⁴ EMIR, art. 81

⁶⁶⁵ Circular Gen-15/2015

⁶⁶⁶ <https://www.regis-tr.com/index.php/services/public-data>

En base a lo expuesto anteriormente, la presentación de la información al público en general de manera agregada por los *trade repositories* impide detectar los datos personales o de carácter confidencial sobre las partes⁶⁶⁷ y los contratos llevados a cabo, por lo que podemos concluir que ni los inversores ni las sociedades emisoras pueden obtener información precisa sobre los contratos de derivados⁶⁶⁸. Entonces, las alternativas que tienen las sociedades para conocer la existencia de contratos sobre acciones de dicha sociedad son bien a través del examen de las notificaciones sobre participaciones significativas; bien, en el caso de no alcanzar los umbrales de notificación, mediante la recepción de la información que de *motu proprio* las partes acepten proporcionar⁶⁶⁹; en último término, si la sociedad u otros interesados pudieran conocer al inversor último detrás de una titularidad aparente contribuiría a posteriormente detectar el posible recurso a derivados *equity* por el *beneficial owner*.

2. El préstamo de valores: Trazabilidad de las operaciones de préstamo, registro interno y TPI.

La trazabilidad de las operaciones de préstamo de valores y, en general, cualquier operación que dé lugar a una anotación en las cuentas de valores ha sufrido cambios sustanciales a partir de la entrada en vigor del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre.

El registro de valores sigue preservando su estructura de doble escalón a Iberclear es competente para la llevanza por Iberclear del Registro Central, mientras que las entidades participantes se les encarga la llevanza de los Registros de Detalle. Las novedades se sitúan en la aparición de nuevas cuentas y los valores se registran por

⁶⁶⁷ A este respecto, la FSB, *Thematic Review on OTC Derivatives Trade reporting*, 2015 se constata que los datos públicos difieren de una jurisdicción a otra; por ejemplo, Canada o EEUU se publica por operaciones además de manera agregada. Por el contrario, en Europa solo de manera agregada .p. 35 (Finding 14). A su vez también se alerta como en ciertas jurisdicciones se opta por situar en el anonimato a las partes de los derivados “*masking*” como es el caso de Canada, EEUU, Hong Kong, Singapur o Australia (Finding 5), p. 22, al dejar varios de los campos en blanco por ejemplo el de la otra contraparte que no está obligada a reportar. No obstante, se avecinan cambios en la información que se ha de publicar sobre las posiciones en derivados, *vid.* [Final Report Review of the Regulatory and Implementing Technical Standards on reporting under Article 9 of EMIR](#). y BENITO, J., “Los trade repositories...”, p. 145.

⁶⁶⁸ Una crítica sobre la promoción del anonimato y el eventual trading de información, *vid.* AWREY, D. The mechanisms of derivatives market efficiency, *New York University Law Review*, 2016, pp. 1104 y ss. y JUDGE, K., “Information Gaps and Shadow Banking”, *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 529.

⁶⁶⁹ A este respecto, sobre las sociedades de responsabilidad limitada, DÍAZ RUIZ, E. “Reflexiones sobre la aplicación de la institución del voto vacío (empty voting) en las sociedades de responsabilidad limitada.”, *DT del Departamento de Derecho Mercantil* nº 79, 2013, p. 7: “ Cuando el vaciamiento del voto se produzca por razón de la celebración de un contrato de derivados, no habrá más transparencia que la que se derive de la publicidad que las partes voluntariamente quieran llevar a cabo, que lo normal será que ninguna”.

saldos desapareciendo las referencias de registro, es decir el número de valores; no obstante, el principio de legitimación registral no varía pues continua resultando legitimado quien figure en los asientos del registro contable tal como establece el art. 16 del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre.

Por cada categoría de valores que tenga un mismo Código ISIN se procede en el registro central a la apertura de una serie de cuentas a solicitud de las entidades participantes. A su vez, las entidades participantes han de llevar por cada cuenta de valores con un mismo ISIN el correspondiente registro de detalle siempre que tengan cuentas generales de terceros. Como desaparecen las referencias de registro, lo que aparecerá en cada cuenta es el saldo de valores que corresponde al titular de la cuenta (art. 33 RD 878/2015). Por consiguiente, se implanta un sistema de codificación de las cuentas de valores de carácter único y estandarizado con el fin de facilitar el control y la conciliación de los saldos de valores. En concreto, el apartado 2 del art. 35 del RD 878/2015 señala que el sistema tiene que permitir la obtención de una serie de datos relativos a cada clase de valor tales como la identidad del titular que figure en el registro, el saldo de valores, las fechas relevantes, transacciones que den lugar a una variación del saldo, en su caso el precio de la mismas, o los derechos o gravámenes sobre los valores.

Como el sistema detecta las transacciones sobre valores, es necesario precisar cuál es el tratamiento del préstamo de valores. En primer lugar, se ha de tener en cuenta que las inscripciones derivadas de las operaciones sobre valores se realizan en el momento de la liquidación (art. 18. 2 del Reglamento de Iberclear) a efectos de la legitimación registral. La práctica de la inscripción de transmisiones difiere en función del tipo. De un lado, el art. 40 del RD 878/2015 hace referencia a las transmisiones derivadas de la compraventa de valores⁶⁷⁰, en la fecha de liquidación de la operación, una vez que Iberclear compruebe que existen valores suficientes, procederá al abono de los valores y, correlativamente, practicará el adeudo en la cuenta de la entidad correspondiente en el conocido como primer escalón. A su vez, en el segundo escalón, las entidades participantes, siempre que la liquidación afecte a valores anotados en las mismas, tendrán que realizar la anotación en las cuentas de sus registros de detalle. De otro, el

⁶⁷⁰ Por ejemplo, la compra de valores una vez liquidado una opción call de entrega física.

art. 41 RD 878/2015 se refiere a otras transmisiones entre las que se encuentra el préstamo de valores que ha sido catalogado como una transmisión patrimonial especial que difiere de la compraventa⁶⁷¹ lo que implica un régimen particular en el sistema de inscripción, liquidación y registro de valores recogido en los arts. 54 y 55 del RD 878/2015.

En torno a la inscripción del préstamo de valores, estamos ante operaciones de carácter bilateral sin la participación del DCV, cuyo procedimiento de liquidación se establece en la Circular nº15/2016, de 29 de enero. Iberclear es la encargada del procedimiento de case de las operaciones bilaterales llevadas a cabo por las entidades participantes⁶⁷² una vez le sean comunicadas. La labor de Iberclear en este procedimiento de validación es comprobar que las instrucciones de liquidación tanto de entrega como de recepción que le han comunicado las entidades participantes son adecuadas. Una vez superada esta verificación, las instrucciones pasan a ser instrucciones casadas cuyo mantenimiento es por cargo de Iberclear⁶⁷³. La liquidación se produce mediante el abono y correlativo adeudo de los valores en las cuentas del Registro Central y, simultáneamente, la anotación correlativa en los Registros de Detalle. A este respecto, es relevante el apartado 1 del art. 54 RD 878/2015, pues supedita la inscripción de la transmisión por las entidades encargadas al momento en que se les entregue el documento acreditativo del acto o contrato traslativo. En particular, dicha inscripción se detecta en la cuenta de detalle de la entidad participante que desglose los saldos sobre los valores de sus clientes⁶⁷⁴. En cuanto a la forma en que ha de figurar el préstamo en la cuenta individualizada, no se tiene acceso a la norma interna de Iberclear al respecto, si bien, la

⁶⁷¹ CNMV, *Reforma del Sistema de Registro* ..., p. 43.

⁶⁷² *Ibid.*, p. 53.

⁶⁷³ El proceso de mantenimiento de las instrucciones prevé novedades con respecto al sistema actual, como por ejemplo, la posibilidad de cancelar bilateralmente las operaciones casadas, la retención de operaciones que ya se encontraban liberadas, el reciclaje de las operaciones, así como la modificación del indicador de liquidación parcial o de liquidación en tiempo real que se puede incluir en las instrucciones de liquidación, *vid.* CNMV, *Reforma del Sistema de Registro* ..., pp. 52-53.

⁶⁷⁴ A diferencia de la central en la que el Registro Central determinara el número máximo de valores, que por cada clase de valor, pueden distribuirse entre los clientes de cada entidad participante. Para cada entidad participante y para categoría de valores habrá una cuenta que refleje el saldo del que es titular la propia entidad participante y otra cuenta que refleje el saldo global de los valores que la entidad participante tenga registrados en cuentas de detalle a nombre de sus clientes propietario de los valores. El saldo total de la cuenta global de clientes debe coincidir con la suma de los saldos de todas las cuentas de detalle de los clientes, en caso de que hubiere discrepancias, prevalecerá el dato que tenga la DCV, pero ya no se aplicarán los principios registrales sino la prorrata, *vid.* CNMV, *Reforma del Sistema de Registro* ..., *op. cit.* p. 19.

CNMV apunta a que el código de las cuentas individualizadas debe abarcar los datos siguientes:

- [ISIN] / [participante] / [tipo de cuenta si individualizada o, en su caso, colectiva]/ [código de localización- identificación de la cuenta en el participante] + código o secuencia de control.
- [Duración de la tenencia]: indefinida o definida por ser temporal (préstamos), transitoria o instrumental.
- [Estado de disponibilidad del saldo]: libre (sin restricciones), limitada por cualquier situación que restrinja anotaciones y modificación del saldo (embargo, en garantía sin desplazamiento, etc.)⁶⁷⁵.

En el caso de que se produzca un préstamo de valores, la cuenta abierta se modifica pues se carga una baja en la cuenta de duración indefinida y, a su vez, se dará de alta una cuenta de duración definida de carácter temporal por el saldo que se haya prestado⁶⁷⁶. Cabe también destacar que el art. 46 del RD 878/2015 exige a las entidades participantes la llevanza de un Registro interno de los valores objeto de préstamo, tanto de aquellos valores prestados por cuenta propia como de clientes; esto supone una diferencia con la etapa anterior en la Iberclear llevaba dicho registro de préstamos. Cada trimestre las entidades han de conciliar la vigencia de las operaciones así como cuando lo solicite la CNMV con el fin de que se garantice el saldo vivo de los valores en préstamo.

Asimismo, Iberclear ha de llevar un sistema de información adicional o Post Trade Interface (en adelante, PTI) en paralelo al registro de operaciones en el caso de los derivados. Este sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos tiene el

⁶⁷⁵ Iberclear armonizaría el código de cada partida admisible como anotación, que contendría como mínimo los siguientes campos de datos y distinguiría al menos los siguientes conceptos:

o [Fecha de la anotación] [ISIN afectado] [concepto anotación partida] [signo anotación] [cantidad de valores] + [fecha -si es conocida- originaria del alta o baja]. Se añadirá en caso de transmisión de diarios el código de la cuenta (los campos o atributos básicos de éste) correspondiente en que se ha inscrito la partida. o Conceptos de anotación de partidas: (1º) Compra-ventas, pudiendo discriminar por origen (mercado secundarios, SMN, IS, OTC.. etc); (2º) Cesiones temporales de valores (con desplazamiento), discriminando préstamos de otras cesiones temporales, pudiendo a su vez tipificar éstas; (3º) Afección a garantías con desplazamiento de valores al prestatario; (4º) Entrega/Recepción de valores sin vuelta al cedente como ejecuciones judiciales, ejecuciones de garantías, donaciones y demás transmisiones a título lucrativo. (5º) Traspasos contra pago; (6º) Traspasos libres de pago (7º) Otros. V. CNMV, *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro*, 2011, pp. 33-34

⁶⁷⁶ V. CNMV, *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro*, 2011, pp. 32-34.

objeto de garantizar la trazabilidad de las operaciones que se realizan en el mercado y en los sistemas de negociación y mantener la seguridad y preservar el control que ostentan las autoridades⁶⁷⁷. Este sistema materializa el mandato que el art. 114. 1 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, TRLMV), da a los depositarios centrales de valores que prestan servicios en España en nuestro caso, Iberclear⁶⁷⁸. En particular, tal como preceptúa el TRLMV, la utilidad del PTI es que sirva como “herramienta de intercambio y tratamiento de la información para la realización de las actividades de compensación, liquidación y registro de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial y que permita supervisar la correcta llevanza del registro de valores, tanto a nivel de registro central como de registros de detalle”.

⁶⁷⁷ Los autores destacan como la estandarización de las cuentas en el segundo escalón y la implantación del PTI favorece la supervisión ya que “dota de seguridad al conjunto”, *vid.* LOPEZ MARQUES, C., “Actividad legislativa e infraestructuras de mercado: MIFID II/ MIFIR, EMIR, CSDR y otras normativas” en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2015*, FEF, p. 115; BENITO, J., “Los trade repositories...”, p. 100.

⁶⁷⁸ Pues bien el RD Real Decreto 878/2015 en el art. 85 que hace referencia al antiguo 44 septies. 1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio en tanto que en el momento de aprobación de este seguía en vigor la LMV que guarda semejanza con el actual 114 TRLMV pues fue modificado por Disposición Final Primera de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Determina que la gestión del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos será gestionado por el depositario central de valores designado de acuerdo con el artículo 7.3 de la referida ley para la llevanza del registro contable, es decir, IBERCLEAR. Determina que las reglas del funcionamiento del sistema se recogerán en el reglamento interno del depositario central de valores. Las obligaciones que deberá cumplir se encuentran en el art. 115: 1. El depositario central de valores, en su calidad de responsable y gestor del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, deberá cumplir las siguientes obligaciones:

a) Establecer los medios necesarios para que la información se introduzca en el sistema de acuerdo con las normas establecidas y sea completa.

b) Permitir la introducción de la información necesaria en el plazo previsto.

c) Dotar de suficiente seguridad y confidencialidad a la información suministrada, de manera que las entidades que introduzcan información en el sistema accedan exclusivamente a los datos estrictamente necesarios para su actividad o a aquellos para los que estén autorizadas.

d) Asegurar el mantenimiento y continuidad del sistema.

e) Permitir el acceso no discriminatorio de las infraestructuras de mercado y entidades implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores.

2. Los depositarios centrales de valores suscribirán los correspondientes contratos en los que establecerán las relaciones jurídicas necesarias para el adecuado funcionamiento del sistema. Asimismo, publicarán las reglas de funcionamiento del sistema de información estableciendo los derechos, obligaciones y responsabilidades de las personas que gestionarán y que harán uso de la información almacenada en el sistema. La Comisión Nacional del Mercado de Valores aprobará estas reglas y sus modificaciones. Tanto las reglas como sus modificaciones serán previamente examinadas por el comité de usuarios del depositario central de valores, quien podrá hacer llegar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores sus observaciones al respecto.

El PTI tiene dos funciones⁶⁷⁹. En primer lugar, la PTI Gate se asimila a los repositorios de información pues es una base de datos en el marco de la postcontratación que alberga todas las inscripciones sobre las operaciones realizadas que garantiza su trazabilidad en todas las fases; es decir, contratación, compensación y liquidación lo que facilita a las autoridades el control y supervisión del sistema es la denominada PTI *Gate*. En segundo lugar, la PTI *Database*⁶⁸⁰ es un medio de información para las entidades participantes en las infraestructuras de mercado, es decir, en la plataforma de negociación, entidad de contrapartida central y el depositario central de valores. En definitiva, lo que se pretende con el PTI es que la desaparición de las referencias de registro no suponga una merma en la seguridad del sistema en general⁶⁸¹. Al igual que el registro de operaciones sobre derivados, el PTI no tiene funciones registrales puesto que esta función se circunscribe al sistema de registro de doble escalón lo que le limita a proporcionar información a las entidades implicadas en la post contratación; a su vez, a los supervisores les permite una trazabilidad de todas las operaciones así como el control y supervisión del sistema equiparable al nivel de seguridad que proporcionaban las referencias de registro.

Los caracteres del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos se desarrollan en el Título VI del Reglamento de Iberclear. La competencia de su gestión recae sobre la Sociedad de sistemas. Entre la información que recogerá resulta relevante a efectos de nuestro estudio la inclusión de las operaciones, eventos y anotaciones susceptibles de dar lugar a variaciones en los saldos de valores de cada titular tanto en el Registro Central como en los Registros de Detalle⁶⁸². Los sujetos obligados al suministro de información son la sociedad de compensación y liquidación de valores, los miembros de mercados secundarios oficiales y los sistemas multilaterales de información, las entidades de contrapartida central, los depositarios centrales de valores relacionadas con la Sociedad de sistemas a través de un Convenio o enlaces (art. 38 Reglamento de Iberclear). La información que deben proporcionar depende de su

⁶⁷⁹ CNMV, *Reforma del Sistema de Registro ...*, *op. cit.*, p. 71.

⁶⁸⁰ Que se han denominado PTI Gate, referido a la gestión y trazabilidad de la información, PTI Database que se asocia a la base de datos para el almacenamiento de la información, *vid.* LOPEZ MARQUES, C., “Actividad legislativa e infraestructuras de mercado...”, *op. cit.*, p. 115.

⁶⁸¹ BENITO NAVEIRA, J; SOLLOA MENDOZA, I., “La reforma de la post-contratación de valores en España”, *Estabilidad financiera*, N.º. 28, 2015, pp. 95-96.

⁶⁸² Comprende los datos configuración de los mercados y sistemas de negociación, de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central que intervienen en la compensación, la identificación de sus correspondientes miembros y entidades participantes, así como de todas aquellas operaciones.

condición y del carácter de su intervención en el proceso de negociación, compensación, liquidación y registro⁶⁸³. Ante el incumplimiento de la provisión de información por las entidades obligadas, el art.39 del Reglamento de Iberclear prevé la capacidad del sistema para la asignación de la titularidad. Esta asignación se basará en la titularidad de la cuenta en el correspondiente depositario centra de valores o la cuenta de compensación de la entidad central. En caso de que no fuera posible, se procede a la asignación de la titularidad como desconocida.

Respecto a la información que se proporciona, el art. 40 del Reglamento de Iberclear determina que la propiedad de la misma corresponde a la entidad suministradora, lo que la hace responsable de la integridad y veracidad de la información comunicada al sistema. Resulta relevante el art. 41 relativo al uso de la información proporcionada al sistema⁶⁸⁴, ya que la información no es pública y sólo se permite a la entidad que suministra información que pueda acceder a los datos únicamente necesarios para su actividad (apartado 1); es más, el apartado cuarto del citado artículo impone un deber de confidencialidad en relación a los datos que hayan podido obtener a través del sistema. A su vez, cabría destacar cómo el ámbito del PTI es limitado pues no abarca los derivados; tal y como establece el art. 47 RD 878/2015 aquellos futuros y opciones que se negocien en un mercado secundario regulado o en un sistema multilateral de negociación, representados mediante anotaciones en cuenta, se registrará por sus

⁶⁸³ Art. 38. 1 a) En relación con los mercados secundarios oficiales y los sistemas multilaterales de negociación, se comunicarán al sistema de información los datos de identificación de sus miembros, de los valores negociables en su respectivo mercado o sistema, así como de las ejecuciones realizadas sobre dichos valores en los mercados o sistemas correspondientes, con el detalle de la fecha y hora de la negociación, así como el número asignado a las mismas por el mercado o sistema, incorporando la información relativa a los miembros que intervengan en cada ejecución. b) Respecto de la actuación de los miembros de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación, se comunicarán al sistema de información la titularidad de las operaciones en las que intervengan, con indicación de la nacionalidad de los titulares y de su condición de personas físicas o jurídicas. c) Por lo que se refiere a las entidades de contrapartida central, se comunicarán al sistema de información los datos de configuración de sus miembros, de sus cuentas y de los valores activos; las operaciones brutas que anoten, haciendo referencia a la ejecución, los detalles de la misma y el mercado de procedencia, indicando la cuenta donde se realiza la anotación y el miembro de la entidad de contrapartida central al que pertenece. Además deberán comunicarse los cambios que puedan derivar de la casuística de la operativa que tengan y el resultado de los procesos de neteo y/o agrupación, así como la relación entre las instrucciones de liquidación con las operaciones brutas anotadas previamente.

⁶⁸⁴ Los miembros del mercado recibirán la información sobre las ejecuciones y ordenes ejecutadas, asignaciones y resultado de la asignación, titularidades, titularidades modo intermediario financiero; resultado de la liquidación, detalle de incumplimientos, CNMV, *Reforma del Sistema de Registro ...*, p. 71.

disposiciones específicas siendo las de este Real Decreto de carácter supletorio⁶⁸⁵. Finalmente, el art. 42 del Reglamento, establece la obligación de conservación de la información que se haya suministrado al PTI durante 10 años, mediante el mantenimiento de un registro de las operaciones y sus titularidades. Esta obligación se exige con el fin de preservar la trazabilidad de las transacciones sobre valores a efectos de supervisión.

Centrándonos en las operaciones bilaterales de préstamo de valores y su inclusión en el sistema de post-contratación, hemos de partir del hecho de que son operaciones de tipo bilateral por lo que serán las entidades participantes las que tengan que comunicar la operación. Aun así, Iberclear tiene la tarea de controlar diariamente la información que comuniquen al PTI ya que comprobará los eventuales errores que puedan producirse al cierre de cada día; por ejemplo, aquellos desgloses que no sean comunicados por las entidades participantes o sean comunicados incorrectamente. En caso de que hubiera errores, Iberclear se lo comunicará a las entidades obligadas con el fin de que procedan a modificar la información proporcionada. El flujo de información en un supuesto de préstamo de valores parte de las entidades liquidadoras que envían las instrucciones en relación a la transferencia (en este caso, préstamo de valores), transmitiendo la información entre las Entidades liquidadoras e Iberclear. Como Iberclear es la competente para la liquidación, en esa fecha, enviará la información sobre el resultado de liquidación a las Entidades liquidadoras y al PTI. Finalmente, las Entidades liquidadores tendrán que informar al PTI sobre los titulares por detalle de operación en la fecha de liquidación, siempre que estemos ante operaciones en cuentas generales de terceros⁶⁸⁶.

De la nueva regulación se desprende que, efectivamente, en las operaciones de préstamo de valores aunque sean de carácter bilateral se tendrá conocimiento de las mismas tanto por el deber de inscripción de la operación en la cuenta de detalle así como por la exigencia sobre la llevanza por las entidades participantes de un registro interno de

⁶⁸⁵ Artículo 47. Instrumentos financieros, distintos de valores negociables, admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación. 2. En el caso de futuros y opciones y otros instrumentos financieros derivados representados mediante anotaciones en cuenta que estén admitidos a negociación exclusivamente en un sistema multilateral de negociación, la llevanza del registro contable se registrará por sus disposiciones específicas y en caso de no existir por aquellas aplicables a los mercados secundarios oficiales.

⁶⁸⁶ Tanto el esquema como el texto proviene del CNMV, *Reforma del Sistema de Registro ...*, p. 78 y 79.

préstamo de valores. Entendemos, no obstante, que este registro no estará abierto al público dada la dicción del precepto al hablar de “registro interno”. Además, la conciliación de carácter trimestral de los préstamos de valores puede dar lugar a desequilibrios en esos meses, por lo que no se puede proporcionar una imagen real en cada momento de los préstamos de valores de un emisor. Asimismo, las entidades participantes afectadas conocerán las operaciones que se realicen gracias al PTI. De estas conclusiones podemos inferir que al igual que sucede con los derivados financieros, ni las sociedades sobre cuyas acciones se produzca la cobertura o préstamo ni el público pueden acceder a los detalles de las operaciones; por tanto, se ha de recurrir a otros medios para conocer eventuales situaciones de *empty voting*.

III. LA NOTIFICACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO.

1. El *empty voter* en el mercado de influencia.

1.1 Introducción: Aspectos fundamentales de la Directiva 2004/109/CE y justificación de la aplicación a supuestos de decoupling.

Los deberes de información sobre la propiedad de las acciones en una sociedad permiten mostrar al mercado de manera detallada y actualizada la identidad de los accionistas importantes⁶⁸⁷. El régimen de transparencia de las participaciones significativas con carácter general mejora la eficiencia del mercado pues sirve como alerta a los inversores sobre futuros costes de agencia que pueden darse en la compañía. Del mismo modo, la comunicación de la existencia de un accionista significativo permite anticipar las alteraciones en el precio de la acción⁶⁸⁸. Asimismo, puede servir como una buena herramienta de gobierno corporativo lo cual reduciría los costes de agencia; de un lado, en sociedades de capital concentrado, hace transparente la participación de aquellos accionistas significativos que pueden aprovechar su posición en la sociedad para llevar a cabo conductas abusivas o hasta *tunneling*; de otro lado, en sociedades de capital disperso, sirve como indicio de eventuales tomas de control de la compañía permitiendo conocer la probabilidad de éxito en función de la estructura de la

⁶⁸⁷ ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory and Contract-Based Shareholding Disclosure”. *Uniform Law Review / Revue de Droit Uniforme*, 2010.

⁶⁸⁸ SCHOUTEN, M. C., SIEMS, M., “The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries”, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 10, 2010, p. 7.

compañía o hasta potenciales competidores les serviría como advertencia de una eventual toma de control⁶⁸⁹.

Aquellos que recurren a técnicas de *empty voting* no pretenden, en un primer término, la adquisición del control de la sociedad, sino alcanzar una posición de relativa influencia; por este motivo, la comunicación de participaciones significativas puede ser un indicio o prueba de una futura estrategia de *empty voting* en una Junta General en la medida en que las exigencias de información abarquen también la comunicación de una participación en la sociedad a través de instrumentos financieros o préstamo de valores⁶⁹⁰. A continuación, abordaremos el régimen de transparencia europeo, haciendo especial hincapié en aquellos preceptos que pueden albergar comunicaciones de participaciones susceptibles de *empty voting*.

En Europa, la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (en adelante, la Directiva 2004/109/CE) manifiesta en su primer considerando el valor de la divulgación de la información sobre los emisores en general al indicar que “*fomenta la confianza continua del inversor y permite una evaluación informada de su rendimiento y sus activos. Con ello mejora la protección de los inversores y aumenta la eficiencia del mercado*”. Para cumplir dicho fin, que no es otro que la transparencia del emisor a través de la información, el segundo considerando manifiesta el deber de informar sobre las participaciones importantes en empresas tanto de los accionistas como de personas físicas o jurídicas que tengan derechos de voto o instrumentos financieros que den derecho a adquirir acciones existentes con derecho de voto para informar al emisor y al público al respecto. El considerando décimo octavo añade como exigencia informativa comunicar los cambios que se produzcan en las participaciones importantes de emisores cuyas acciones se negocian en un mercado regulado situado o que opera en la Unión

⁶⁸⁹ SCHOUTEN, M. C., SIEMS, M., “The Evolution of Ownership Disclosure ...”, *op. cit.*, p. 8.

⁶⁹⁰ Entre nosotros, MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity y el gobierno corporativo de las sociedades*, Marcial Pons, 2013, p. 236 considera que: “Un sistema adecuado que trate la transparencia en la contratación de productos financieros favorece la protección del mercado de capitales. La protección de la integridad del mercado requiere que se hagan transparentes las posiciones largas en derivados, de forma que se tenga conocimiento sobre el freefloat o la liquidez del valor que funciona como subyacente. Un sistema adecuado de transparencia facilita la adopción de decisiones de inversión y previene la realización de conductas prohibidas por los operadores”.

Europea. La razón que subyace a dicha exigencia, tal como se apuntaba, es que los inversores puedan conocer la estructura de los derechos de voto de los emisores en los que invierten y, a su vez, contribuye a su control efectivo y a la transparencia general del mercado en lo que respecta a los movimientos de capital importantes.

Es en el capítulo tercero de la Directiva 2004/109/CE donde se recogen las exigencias informativas sobre las participaciones importantes. Destacan tres niveles informativos en función de las características de la participación. En el artículo 9 de la Directiva, se recoge el deber de notificación de la adquisición o cesión de participaciones importantes de un emisor por el accionista; definiéndose éste como aquella persona física o jurídica que de forma directa o indirecta posea acciones del emisor en nombre propio, bien por cuenta propia o bien por cuenta de otra persona física o jurídica. En cuanto a la tipología de acciones comprende tanto aquellas que lleven aparejados derechos de voto (incluso si se ha suspendido el ejercicio de los mismos)⁶⁹¹, como al tenedor del certificado de depósito de participaciones subyacentes⁶⁹². Con respecto a la extensión de la notificación, se refiere a la efectiva adquisición o cesión de las acciones, es decir, cuando la propiedad ha sido transferida⁶⁹³; no obstante, se establece un régimen de exención en atención a la finalidad de la adquisición o al tipo de inversor⁶⁹⁴. Esta

⁶⁹¹ Además, esta información también se facilitará con respecto a todas las acciones de la misma categoría con derechos de voto. Los Estados miembros habrán de velar por la actualización de dicha información por parte de los accionistas cuando las participaciones importantes se vean alteradas por acontecimientos que cambien el reparto de los derechos de voto- Como es el supuesto de las acciones sin voto que detentan dicho derecho ante la falta de reparto del *dividendo* preferente, apartado 3, art. 99 LSC: 3. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de *dividendo* mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes. Mientras no se satisfaga el *dividendo* mínimo, las participaciones y acciones sin voto tendrán este derecho en igualdad de condiciones que las ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas. En Alemania, en el mismo sentido el 140 (2) AKTG otorga a los accionistas sin voto dicho derecho cuando no le es repartido ni lo recibe al siguiente año, hasta que le sea pagado, en virtud de la información divulgada mensualmente por el emisor del número total de derechos de voto y capital al término de cada mes natural durante el cual se haya producido un incremento o disminución de dicho número total como establece el art. 15, *vid.* VEIL, R., *European capital markets law*, Oxford-Hart Publishing, 2013, p. 318-319.

⁶⁹² Contrasta con la falta de definición de accionista en la Directiva 2007/36/CE que sólo hace referencia al accionista en el art. segundo, apartado b, como “la persona física o jurídica que la legislación aplicable reconozca como tal”;

⁶⁹³ *Date of the trade, o Date when the trade is settled*

⁶⁹⁴ No se aplicará a las acciones adquiridas exclusivamente a efectos de compensación y liquidación dentro del ciclo corto de liquidación habitual. Tampoco se aplicará a los custodios que posean acciones en su condición de tales, siempre que sólo puedan ejercer los derechos de voto vinculados a dichas acciones con instrucciones formuladas por escrito o por medios electrónicos. Ni tampoco será sujeto obligado el creador de mercado que actúe en su condición de tal, siempre que tenga la autorización de su Estado miembro y no intervenga en la gestión del emisor ni ejerza influencia alguna sobre el mismo para adquirir dichas acciones, ni respalde el precio de la acción. También resultarán exceptuados de notificación los derechos de voto mantenidos en la cartera de negociación de una entidad de crédito o empresa de inversión, siempre que los derechos de voto no superen el 5 % y no sean ejercidos ni utilizados de otro

notificación se extiende en los artículos 10 y 13 Directiva 2004/109/CE a quien, a pesar de no ser considerado como accionista tiene derecho a la adquisición, cesión o ejercicio de los derechos de voto por concurrir en el art. 10. Al mismo tiempo, el art. 13 se refiere a la adquisición de instrumentos financieros, con independencia del tipo de liquidación, puede dar lugar a la comunicación de la participación significativa en tanto en cuanto den lugar a la eventual adquisición de acciones o produzcan un efecto económico similar a su tenencia.

La exigencia de notificación se activa cuando la proporción de derechos de voto del emisor ostentada por el accionista como resultado de la adquisición o cesión alcance o franquee, por encima o por debajo, los umbrales del 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30%, 50 % y el 75%⁶⁹⁵. No obstante, el carácter de mínima armonización⁶⁹⁶ de la Directiva 2004/109/CE ha permitido que los Estados miembros hayan fijado otros porcentajes adicionales. Por ejemplo, la reducción del porcentaje inicial de notificación de una participación importante en atención a la influencia que puede tener un inversor aun sin alcanzar el 5%⁶⁹⁷, como es el caso de Italia (2⁶⁹⁸%), Alemania, Reino Unido o España (3%); mientras que otros Estados, han fijado porcentajes intermedios adicionales entre los umbrales del 30%, 50% y 75% o han ampliado las exigencias de notificación al umbral del 75%, como es el caso de Francia o España que requieren la notificación de una proporción de derechos de voto del 90%⁶⁹⁹. Asimismo, cabe señalar que a pesar de que la Directiva circunscribe la notificación a umbrales porcentuales de derechos de voto, algunos Estados Miembros han incluido otro tipo de comunicaciones

modo para intervenir en la gestión del emisor. Finalmente, no será aplicable la notificación a los derechos de voto asociados a acciones adquiridas a fines de estabilización de conformidad con el Reglamento (CE) no 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros, siempre que los derechos de voto asociados a dichas acciones no se ejerzan o se utilicen de otro modo para intervenir en la gestión del emisor.

⁶⁹⁵ No es obligatorio siempre que el Estado miembro aplique el umbral de dos tercios, art. 9. 3, Directiva 2004/109/CE, como es el caso de Suecia y otros países en los que la aprobación de modificaciones estructurales requiere de una mayoría de 2/3.

⁶⁹⁶ A este respecto, sobre la divergencia de la aplicación de la Directiva en atención a su carácter de mínima armonización, *vid.* FLEISCHER, H., y SCHMOLKE, K. U. “The Reform of the Transparency Directive: Minimum or Full Harmonisation of Ownership Disclosure?”, *EBOR*, 2011, nº12, pp. 126-128.

⁶⁹⁷ En relación con Alemania, *vid.* VEIL, R., *European...*, *op. cit.*, p. 319.

⁶⁹⁸ CONSOB, apunta a una mayor reducción es posible.

⁶⁹⁹ ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory...”, *op. cit.*, p. 717.

relativas a la comunicación de la proporción del capital en vez de a la proporción de votos⁷⁰⁰.

El carácter de mínima armonización que caracteriza a la Directiva, también se desprende de la ausencia de la fijación del momento en que se ha de notificar la participación significativa, por lo que se estará a lo dispuesto en el Derecho contractual de cada Estado. Generalmente, la fecha de notificación coincide con la fecha de adquisición y así algunos Estados miembros hacen coincidir la fecha de adquisición con el día en que se formaliza la operación⁷⁰¹; otros trasladan la fecha de adquisición al momento de la ejecución de la operación⁷⁰² y, algunos recogen ciertas particularidades. Por ejemplo, España traslada la fecha de notificación al momento en que se hayan practicado las correspondientes inscripciones de transmisión en el registro de anotaciones (art. 13 RD 878/2015); Alemania fija la fecha de la efectiva transmisión de la titularidad real o legal de las acciones, por lo que no es suficiente la formalización del contrato⁷⁰³. La falta de armonización se detecta también en “las *filling forms*” que, a pesar de establecerse la notificación voluntaria Europea por la CESR-”Tr-1 y Tr-2”-, los Estados miembros han adoptado su propia notificación y lo mismo sucede con las formas de transmisión de la información⁷⁰⁴. Y lo mismo sucede con la declaración de intenciones del inversor significativo, con respecto a la cual únicamente Alemania y Francia exigen dicho extremo, y, en Derecho comparado, tenemos como ejemplo EEUU⁷⁰⁵. Asimismo, el momento en que ha de notificarse la participación significativa tampoco se encuentra armonizado pues aunque la Directiva en el art. 12 establece 4 días para la notificación, los Estados miembros han reducido dicho plazo⁷⁰⁶.

⁷⁰⁰ En atención a la tipología de las acciones que emiten las sociedades inscritas, como por ejemplo, en aquellas sociedades que han admitido desviaciones al principio una acción-un voto al incluir dentro de las clases de acciones, las acciones con voto múltiple, se exige la notificación.

⁷⁰¹ Es el supuesto de la mayoría de Estados, entre otros, Austria, Bélgica, Cyprys, Estonia, Dinamarca, Finlandia, Grecia, Hungría, Islandia, Italia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Noruega, Portugal, Eslovaquia, Irlanda, Reino Unido, etc.

⁷⁰² Así es caso de Bulgaria, Rumania, Estonia, Portugal o Latvia.

⁷⁰³ VEIL, R., *European...*, *op. cit.*, p. 318. No obstante, en el caso de España, para aquellas transmisiones que no se realizan a través de mercados oficiales, se habrá de estar a lo estipulado por las partes en el contrato.

⁷⁰⁴ Bien sean “Service providers” elegidos por cada país, NIS en Italia, en Alemania DGAP, Ad hoc, Hugin, RIS en UK, CNMV en España y SEC en US.

⁷⁰⁵ EEUU: Sec Rule 14 (d) 1, Alemania (27 a WpHG), Francia (L233- 7 (7) Code de Commerce).

⁷⁰⁶ CESC. *Transposition of the Transparency Directive*, destaca que algunos Estados indican la expresión “inmediatamente” o sin retraso, Finlandia, Noruega, Holanda. Al día siguiente hábil, Cyprus, Finlandia, Iceland Sweden. Algunos reducen la notificación a dos días hábiles como son los casos de Austria, Irlanda, UK. Otros tres días, como Finlandia o Rumania.

1.2 La comunicación de participaciones significativas relacionadas con casos de empty voting o decoupling en general.

A continuación, detallaremos en qué medida la Directiva 2004/109/CE arroja luz sobre las participaciones que bien por el recurso a la innovación financiera a través de derivados *equity* o bien, a través del préstamo de valores han conseguido disociar el interés económico de la acción del derecho de voto.

A) Préstamo de valores.

La notificación asociada a una operación de préstamo de valores no presenta un encuadre nítido en la Directiva 2004/109/CE pues se ha considerado que esta operación encajaría en el art. 9, en atención al objeto de la operación, ya que mediante un préstamo de valores se produce una adquisición efectiva de valores por el prestatario⁷⁰⁷. En efecto, en la mayoría de Estados miembros de la UE, el préstamo de valores se categoriza como una operación que sirve para la transmisión de valores al prestatario, en tanto que el prestatario ejercita el derecho de voto⁷⁰⁸. Por lo tanto, la obligación de notificar recae en el prestatario en calidad de accionista aunque sea de carácter temporal.

No obstante, se ha puesto en cuestión que la exigencia de notificación sea únicamente a través del art. 9⁷⁰⁹, considerando que el préstamo de valores tiene su manifestación también en el apartado b del art. 10⁷¹⁰ pues se refiere a: “*derechos de voto en poder de un tercero en virtud de un acuerdo celebrado con esa persona física o jurídica que prevea la transferencia temporal y a título oneroso de los derechos de voto en cuestión*”. En definitiva, estaríamos así ante una obligación de notificación doble ya que al prestatario se le aplicaría el art. 9 mientras que al prestamista, el art. 10.

⁷⁰⁷ *Date of the trade, o Date when the trade is settled.*

⁷⁰⁸ Así lo refleja el estudio del CESR. *Transposition of the Transparency Directive* donde únicamente los siguientes Estados miembros consideran que el préstamo de valores no implica la transmisión del derecho de voto al prestatario de manera absoluta es en Polonia. En Dinamarca e Irlanda aducen que se ha de analizar caso por caso para determinar la transmisión del ejercicio del voto. Mientras que Malta o Rumanía manifestaron, la primera que no se admite el préstamo de valores en su jurisdicción, la segunda que no resultaba habitual el préstamo de valores.

⁷⁰⁹ ESMA-German Banking Industry Committee: “ The Transparency Directive's notification requirements do not, however, as things stand, cover a lender's right to recall securities on loan”, p.3.

⁷¹⁰ MAZARS. *Transparency directive assessment report*, 2009.

En atención al carácter mínimo armonizador de la Directiva, los Estados miembros han interpretado mayoritariamente que existe la exigencia de notificación doble, tanto por el prestamista como el prestatario, tal como sucede en España⁷¹¹. Justifican este tipo de notificación con el fin de obtener una imagen completa de la transacción en el mismo momento; puesto que, de una parte, el prestamista informa del cambio de propietario y del derecho de readquisición de las acciones, y de otra, el prestatario comunica que ha adquirido las acciones y que ha de devolverlas al prestamista en una fecha futura⁷¹². En cambio, hay Estados como, entre otros⁷¹³, Francia y Reino Unido⁷¹⁴, que han optado por una exigencia única de notificación con el fin de que no afecte al mercado la imposición de una doble notificación⁷¹⁵. Aducen que puede afectar a la liquidez del mercado puesto que habrá menos prestamistas dispuestos a cumplir dicha carga informativa⁷¹⁶. No obstante, la excepción a la doble notificación ha de ser motivada, en razón de la finalidad del préstamo, como sucede en Alemania, Hungría o Luxemburgo; es decir, solo en aquellos casos en los que el prestatario vaya a ejercitar el voto, entonces, el prestamista sí tiene que notificar la participación. Por su parte, en UK, Italia o Luxemburgo se exceptiona la doble notificación en función de la duración del préstamo, como es la cláusula “*close of business the next day*”. Asimismo, se ha señalado la excepción de notificación cuando la operación se encuentra por debajo de un determinado porcentaje⁷¹⁷.

Esta divergencia en el tratamiento de la notificación del préstamo de valores ha sido objeto de escrutinio a través de una serie de Informes. La Comisión Europea ha manifestado en su Informe sobre la aplicación de la Directiva⁷¹⁸ que la heterogeneidad en su incorporación a los Estados miembros es fruto del principio de armonización

⁷¹¹ CESCR Report, p. 210.

⁷¹² MAZARS. *Transparency directive assessment report*, p.124-125.

⁷¹³ En el caso de Dinamarca se estará al análisis caso por caso, mientras que en Noruega o Eslovenia, tendrá únicamente que notificar el prestatario, *vid.* CESCR.

⁷¹⁴ A este respecto en Francia, tanto notifica el prestatario como el prestamista, *vid.* L233-9 Code du Commerce. Mientras que en UK, la FSA concluyó que únicamente tendría que notificar el prestatario en atención que con el préstamo de valores se transfiere la propiedad al prestatario, mientras que el prestatario adquiere un derecho de recuperación de las acciones, pero hasta su ejercicio puede “net off” la transferencia y adquisición, *vid.* MAZARS. *Transparency directive...*, *op. cit.*, p. 124.

⁷¹⁵ En tanto que el elevado número de préstamos puede dar lugar a ofrecer una información prescindible para el mercado

⁷¹⁶ ESME, *First report of esme on the transparency directive* (“TD”), 5 de diciembre de 2007.

⁷¹⁷ MAZARS. *Transparency directive...*, *op. cit.*, p. 125.

⁷¹⁸ “ INFORME DE LA COMISIÓN AL CONSEJO, AL PARLAMENTO EUROPEO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO Y AL COMITÉ DE LAS REGIONES, Aplicación de la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, SEC(2010)611”

mínima de la Directiva. Y se subraya que la ausencia de una información detallada sobre el préstamo de valores puede dar lugar a situaciones de *empty voting*⁷¹⁹. Por ello se propugna “una mayor convergencia de las normas sobre divulgación de las participaciones importantes en los derechos de voto, y de los instrumentos financieros que otorgan derechos de voto (incluidos los derivados liquidados en efectivo)”. Conclusión que se extraía también del Informe Externo Mazars en el que se sugería que debería incrementarse la transparencia de estas operaciones, con el fin de proporcionar una información completa y consistente sobre la operación, por lo que se defendía la imposición de la doble notificación como solución⁷²⁰. En este mismo sentido, en las conclusiones de la conferencia *On The Transparency Directive*, se apuntó la necesidad de diferenciar aquellos supuestos de *empty voting* de aquellos otros supuestos de préstamos de valores que aseguran la liquidez del mercado⁷²¹. Por su parte, en la Consulta sobre la Modernización de la Directiva 2004/109/CE realizada en el año 2010, algunas de las respuestas alertaban la necesidad de reformar la Directiva con el fin de rellenar los posibles huecos existentes en materia de transparencia de los préstamos de valores y las *repos*, volviéndose a percibir las opiniones divergentes en torno a la notificación por ambas partes el contrato o solo por el prestatario⁷²². En esta misma línea, la consulta de la ESMA abogaba por la notificación de las operaciones de préstamo de valores⁷²³. Con todo, como se tendrá oportunidad de analizar a continuación, no se ha aprovechado la última reforma europea sobre participaciones significativas a través de la Directiva 2013/50/UE para aclarar el régimen de comunicación de la participación significativa alcanzada a través del recurso al préstamo de valores pues se circunscribe a contratos de derivados. Por ello, siguen sin disiparse las dudas sobre el régimen adecuado de notificación del préstamo de valores,

⁷¹⁹ “ INFORME DE LA COMISIÓN AL CONSEJO, AL PARLAMENTO EUROPEO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO Y AL COMITÉ DE LAS REGIONES, Aplicación de la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, SEC(2010)611”, p. 5.

⁷²⁰ A este respecto MAZARS. *Transparency directive...*, op. cit., p. XVII-XVIII. : “The only way to provide complete and consistent information to the market would be to have the transaction declared both by the lender (who would disclose his move from full owner to holder of a right to re-acquire the shares) and the borrower (who would declare his status of owner and his obligation to return the shares). (...) Italy and Luxembourg both apply a system imposing disclosure requirements to the lender”.

⁷²¹ CONFERENCE ON THE OPERATION OF THE TRANSPARENCY DIRECTIVE 2004/109/EC, 11.06.2010.

⁷²² COMISION EUROPEA, *Consultation on the modernisation of the Transparency Directive 2004/109/EC*, Pregunta 23, desarrollada en el anexo

⁷²³ Euroshareholders, *Euroshareholders’ reply to ESMA call for evidence on Empty Voting*, p.5.

lo que puede ser utilizado por *empty voters* para eludir la notificación de este tipo de adquisición de valores de manera temporal.

B) Derivados equity.

En la notificación de participaciones significativas debida a la tenencia de instrumentos financieros pueden distinguirse tres etapas. Una primera etapa vinculada con la primera redacción de la Directiva 2004/109/CE. Una etapa intermedia, en la que los Estados miembros, aprovechando el principio de armonización mínima, optaron por regímenes más estrictos cuya motivación partía en la mayoría de los casos de experiencias que habían puesto de manifiesto la fragilidad del régimen de notificación europeo. Finalmente, la última etapa, en la que nos encontramos, que se inicia tras la entrada en vigor de la Directiva 2013/50/UE.

a) El tratamiento de los derivados equity en la redacción original de la Directiva 2004/109/CE.

La redacción original del apartado primero del art. 13 de la Directiva se limitaba a notificar los instrumentos financieros de liquidación física que dieran al tenedor directo o indirecto el derecho de adquisición de las acciones subyacentes al expresar que “*los instrumentos financieros den derecho a adquirir, por iniciativa propia de dicho tenedor exclusivamente, bajo acuerdo formal, acciones ya emitidas que lleven aparejado derechos de voto de un emisor cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado regulado*”. Este precepto dejaba fuera del ámbito de la notificación los derivados *equity* liquidados por diferencias (“*cash settled*”) lo que determinaba que no tuviera un carácter omnicomprendivo⁷²⁴. El recurso a este tipo de liquidación se ha relacionado con la utilización de derivados con fines de tipo económico, aunque también su uso ha dado lugar a situaciones de *decoupling*. En efecto, como analizamos en el capítulo segundo, el recurso a este tipo de derivados puede coadyuvar a la influencia en la toma de decisiones en la sociedad por una mayor potencia de voto sin riesgo; o bien, posibilitaba la adquisición de una participación significativa de manera oculta pues no se tenía que notificar. A su vez, este tipo de estrategias podrían incidir en

⁷²⁴ MAZARS. Transparency directive..., *op. cit.*, p. 134. A este respecto la crítica de SCHOUTEN, M C., The Mechanisms..., *op. cit.*, p. 36: “*This formalistic approach does not take into account that, in practice, there can be a thin line between formal rights and the facto power*”.

la formación de los precios de cotización lo que puede dar lugar así a potenciales situaciones de abuso de mercado⁷²⁵.

Ante la ausencia de previsión en el art. 13 Directiva 2004/109/CE sobre la notificación de los derivados liquidados por diferencias, se planteó la posibilidad de asimilarlo a otros supuestos de tenencia con el fin de que no se eludiese el deber de notificación. Sin embargo, tal analogía no estaría exenta de dificultades. En primer lugar, no cabía la aplicación del art. 9 de la Directiva 2004/109/CE puesto que éste se refiere solamente a la notificación de la tenencia de acciones del emisor. A su vez, también se planteó la equiparación de este tipo de contratos a una actuación concertada, por lo que se debía notificar el instrumento financiero conforme a lo exigido en el apartado g del art. 10 de Directiva 2004/109/CE⁷²⁶. No obstante, se contaba con un obstáculo como era la prueba de que este tipo de contratos encubre una actuación concertada. Se tendría que valorar la naturaleza de la instrucción del ejercicio de voto (como señalaremos en el apartado dedicado a OPAs), es decir, habría que determinar hasta qué punto puede considerarse una concertación la eventual influencia que puede ejercer la parte larga sobre el sentido del voto de las acciones que la parte corta ha adquirido como método de cobertura de su posición en el derivados⁷²⁷. En último lugar, aun estando en supuestos de liquidación por diferencias, puede producirse una entrega física “de facto”. Ello sucede cuando la parte larga o compradora conoce la identidad de la parte vendedora, que había adquirido las acciones como cobertura. Si la parte compradora conoce cuándo la parte corta del derivado va a vender las acciones, es decir, cuando finaliza el contrato, la contraparte larga podría adquirir finalmente las acciones aunque estemos ante un derivado *equity*

⁷²⁵ COMISION EUROPEA, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market* COM(2010)243.

⁷²⁶ Entre otros, a este respecto, *vid.* SCHOUTEN, M C., *The Mechanisms of Voting Efficiency*, *Centre for Business Research, University of Cambridge*, Working Paper No. 411, p. 36; ZETZSCHE, D., “Hidden ownership in Europe: BAFin's decisión in Schaeffler v. Continental”, *EBOR*, v. 10, nº1, 2009 considera apropiado el consenso llegado en Portugal y Alemania al respecto del art. 10: “*a contractual scheme leads to the short party holding the underlying shares “on behalf of” the long party within the meaning of the article 10 (g) of the Directive*”, a su vez considera el posible encaje en el art. 10 A como una suerte de “lasting policy agreement”.

⁷²⁷ COMISION EUROPEA, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC*, p. 71, 73 y nota a pie de página 322. No es unánime el encuadramiento en el art. 10, mientras que ESME, *Views on the issue of transparency of holding of cash settled derivatives*, 2009 se muestra en contra; sin embargo, ZETZSCHE, D., “Hidden ownership in Europe...”, *op. cit.*, pp. 132 y ss. está a favor de dicha medida.

liquidado por diferencias⁷²⁸. Esta operación podría entonces documentarse como una promesa de venta de acciones a la parte larga del derivado, mediante un “*side agreement*”, por lo que en función del contenido del acuerdo podía aplicarse entonces el art. 13 de la Directiva⁷²⁹.

A la vista de las consideraciones expuestas, los derivados liquidados por diferencias no estaban sometidos a la exigencia de notificación, lo que implicaba que quedaban fuera del ámbito de la Directiva la mayoría de los contratos derivados *equity* liquidados por diferencias dadas las dificultades de su subsunción en otros preceptos. Aunque se había defendido que algunos contratos sí serían notificables siempre que dieran derecho a la contraparte a votar o determinar el sentido del voto sobre las acciones sujetas al contrato⁷³⁰. Asimismo, podía ocurrir que no exista tal influencia durante la duración del contrato sino que se produzca una liquidación física de *facto*, eludiendo del mismo modo la exigencia de notificación, dado que podían facilitar la localización de acciones, a pesar de que el contrato no dé derecho a su adquisición.

b) Etapa intermedia.

a') Los Estados miembros ante los casos de derivados *equity* por diferencias.

La laguna de la Directiva 2004/109/CE respecto de los derivados liquidados por diferencias se puso de manifiesto en la práctica en varios Estados miembros en los que se sucedieron operaciones con este tipo de derivados que dieron lugar a plantearse la utilidad de la notificación de participaciones significativas a través de derivados⁷³¹. En efecto, como a continuación describiremos, mediante el análisis de diversos casos

⁷²⁸ Tal como ocurrió en el caso Continental, COMISION EUROPEA, *The review...*, cit, pp. 72-73,

⁷²⁹ COMISION EUROPEA, *The review...*, cit, pp. 72-73, p. 73

⁷³⁰ *Article 9 of the Transparency Directive applies only to voting shares in the issuer. According to Article 10 of the Transparency Directive, the notification provisions also apply to any person who has the right under an agreement or collateral arrangements to exercise the relevant voting rights or to direct the holder of the shares as to how to exercise such rights. This provision would, therefore, only apply to cash-settled equity derivatives if the counterparty has the right to direct voting rights over the shares or is granted collateral over the shares provided under the collateral arrangements. However, most cash-settled equity derivatives do not give the counterparty to the transaction the right to vote or influence the voting rights of the shares subject to them. These would therefore fall outside the scope of the Transparency Directive . Article 13 of the Transparency Directive extends disclosure obligations to financial instruments conferring the right to acquire or sell shares . However, this article does not cover cash-settled equity derivatives which do not grant a right to the holder to acquire or dispose of the underlying shares but are only settled in cash .*

⁷³¹ No solo en la Unión Europea, sino también en los Australia, la sociedad Glencore, mediante *equity swaps*, adquiere una participación significativa mediante una combinación de adquisición de acciones y *swaps* no notificados en la sociedad Austral Coal como el caso CSX en EEUU, *vid.* HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, *op. cit.*, p. 625.

reales, un inversor podía alcanzar una posición significativa en una sociedad sin infringir el deber de notificación al utilizar un derivado *equity* liquidado por diferencias. A modo de ejemplo, un inversor pretende la adquisición de una participación en una sociedad de una proporción del 25% y esta participación la divide en tanto que lleva a cabo contratos de derivados cuyo subyacente equivale al 5% de las acciones de la compañía con cinco intermediarios. El intermediario normalmente cubre su posición en el derivado con la compra de las acciones de la compañía, dado que sólo adquirirán el 4.99% de las acciones por lo que no tiene que notificar dicha adquisición. En la fecha de maduración de las operaciones, el inversor puede finalizar la transacción en efectivo o combinarla con la adquisición de los cinco bloques de acciones compradas como cobertura por los intermediarios financieros, alcanzado de este modo un 25% de las acciones de la compañía⁷³².

Varias sociedades francesas se vieron afectadas por esta estrategia. En este sentido, *Wendel SA* anunciaba en el año 2007 que tenía una participación del 6% en *Saint-Gobain* y, posteriormente, esta participación se elevó al 21% mediante el recurso a *equity swaps* con cuatro bancos. A pesar de que no se infringieron las normas de comunicación de participaciones significativas se le impuso una sanción al entender la AMF⁷³³ que el conjunto de operaciones de *swaps* y los acuerdos con los Bancos tenían como objetivo aumentar su participación en la sociedad *Saint Gobain* por lo que exigía comunicarlo a tenor de lo dispuesto en el art 223-6 AMF. La sanción se basaba en que las operaciones llevadas a cabo podrían tener un impacto significativo en el precio de las acciones de *Saint Gobain* o en la posición de los accionistas por lo que habría de comunicarse sin tardanza. En caso de que la confidencialidad fuera necesaria, se deberían asumir responsabilidades por no comunicar las características de la operación. Otro ejemplo fue la estrategia del grupo *LVMH* que comenzó adquiriendo en el año 2000 una participación directa en *Hermes* de 4.9%. Sin embargo, en el año 2008, la operación se basaba en la adquisición indirecta a través de dos filiales situadas en Luxemburgo y Hong-Kong que concertaron *cash settled equity swaps* con tres bancos franceses sobre acciones de *Hermes*. Al ser la liquidación por diferencias, eludían la

⁷³² MAZARS. Transparency directive..., *op. cit.*, p. 135.

⁷³³ Décision de la Commission des sanctions du 13 décembre 2010 à l'égard de la société WENDEL SA, de M. Jean-Bernard LAFONTA et de la société DEUTSCHE BANK PARIS, DÉCISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS À L'ÉGARD DE LA SOCIÉTÉ LVMH MOËT HENNESSY-LOUIS VUITTON, 25 junio de 2013.

exigencia de comunicación; no obstante, en el año 2010, se modificó el contrato al acordar que en vez de liquidación económica, esta sería física. La AMF le impuso una multa de 8 millones de euros, fundamentándose en que, a pesar de que hasta el año 2010 no tendría que haber comunicado la tenencia *swaps* al ser de liquidación por diferencias, fue la concatenación de operaciones que indicaban la preparación de una transacción que requería de transparencia en base al art. 223-6 *AMF General Regulation*⁷³⁴.

En Alemania, *Susanne Klatten* a través de la sociedad de inversión *SKion* obtuvo una participación significativa de *SGL Carbon* mediante derivados, siendo su primera notificación de un 7.92%⁷³⁵. *Schaeffler* incrementó su posición en la compañía alemana *Conti* a través de la combinación de la adquisición directa de acciones que representaban el 2.97%, y de *swaps* de liquidación física que equivalían a una participación del 4.95% en la compañía. Cabe destacar como en Alemania, en 2008, momento en que se realizaron las transacciones, la regulación de participaciones significativas no exigía la agregación de las posiciones en acciones con derivados, por lo que *Schaeffler* no tenía que comunicarlo al no superar su posición el 5%. La relevancia de este supuesto reside en la estructura de las operaciones de *equity swaps* “cash settled”. La contraparte era *Merryl Lynch International* que cubrió su posición mediante derivados con nueve bancos de inversión. En la fecha de maduración de la operación, el documento de oferta establecía la posibilidad de la compra de las acciones en el mercado o fuera del mercado así como que la contraparte (es decir, *Schaeffler*), pudiera aceptar la oferta al precio prefijado en la misma. En definitiva, *Schaeffler* podía adquirir un 28% de acciones de *Conti*. El regulador del mercado de valores alemán, BAFin, realizó una investigación sobre la estructura de la operación del swap, concluyendo que el *offer document* era completo y que no encontraba ningún incumplimiento de las reglas de notificación, en tanto que los *swaps* de liquidación económica no garantizaban un derecho a adquirir las acciones de *Conti* pues solo aquellos instrumentos que dan el derecho al *holder* sin el consentimiento de terceras

⁷³⁴ AMF, 1 July 2013 News Release, AMF Enforcement Committee sanctions LVMH: “... Article 223-6 Any person that is preparing a financial transaction liable to have a significant impact in the market price of a financial instrument, or on the financial position and rights of holders of that financial instrument, must disclose the characteristics of the transaction to the public as soon as possible. If confidentiality is temporarily necessary to carry out the transaction and if the person mentioned in the preceding sentence is able to ensure such confidentiality, he may assume responsibility for deferring disclosure of those characteristics.”

⁷³⁵ ESME, *Views on the issue of transparency of holding of cash settled derivatives*, 2009, p. 4.

personas para adquirir las acciones están sujetos a las reglas de notificación⁷³⁶. En el mismo sentido, Porsche conseguía también una participación secreta en *Volkswagen* en el año 2009, con la pretensión de adquirir esta compañía. Su estrategia se basó en la adquisición de opciones sobre acciones de *Volkswagen* de liquidación por diferencias lo que provocó que no fuere necesaria la publicación de dichas operaciones⁷³⁷.

En otros Estados miembros también se aprecia el recurso puntual a *equity swaps*. Así, en Italia, la familia *Agnelli* adquiere *equity swap* con el fin de mantener la posición de control en la sociedad *FIAT*, sin alcanzar el porcentaje necesario para lanzar la opa (aunque la estrategia tenía por fin de evitar la comunicación de su participación significativa y el impacto que podría producir en el mercado su posición⁷³⁸). Del mismo modo, en Portugal, se han dado supuestos de recurso a *equity swaps* sobre empresas como *PT*, donde *Telefónica* redujo su participación en la compañía mediante contratos de *equity swaps*, que *de facto* le permitían adquirir las acciones y recuperar la posición significativa en dicha compañía, entendiendo la CMVM que los derechos de voto habían de imputarse a Telefónica⁷³⁹.

Finalmente, en España, también se han dado casos de recurso a derivados equity, generalmente asociados a la planificación de una futura toma de control. Así en *ENDESA*, donde *EON* contaba con un contrato de *equity swaps* con *Caja Madrid* por un 9.9% adicional a su participación. Asimismo, *Enel* y *Acciona* recurrieron a los *equity swaps* con el fin de reforzar su posición en la compañía⁷⁴⁰. Del mismo modo, *Sacyr*

⁷³⁶ ZETZSCHE, D., “Hidden ownership in Europe...”, *op. cit.*, pp. 119-120 y 126-127.

⁷³⁷ NY TIMES, 23 enero 2009: *In the cleverest of all of its market moves, Porsche had cornered the market on VW shares in secret. And when it revealed that it owned 42.6 percent of VW stock and had cash-settled options on 31.5 percent, thus artificially stabilizing VW's share price, short-sellers fought for the few remaining shares.*

⁷³⁸ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, *op. cit.*, p. 673.

⁷³⁹ CMVM, imputa los derechos de voto a Telefónica que había prescindido de ellos a través de la venta de acciones pero al mismo tiempo contratando un equity swap. La CMVM concluía que la 2. A 24 de Junho de 2010 a Telefónica informou a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) da realização de contratos de equity swaps com várias contrapartes. 3. Da análise dos contratos em causa efectuada pela CMVM nesta data resulta que. A pesar de la venta de acciones y la consiguiente reducción de la posición significativa de Telefónica, ésta mantenía intacta la exposición al riesgo económico y podría recuperar de facto las acciones. En los términos del art. 100º del Código de Procedimiento Administrativo se dictamina que los derechos de voto inherentes a las acciones subyacentes del contrato de swap se le seguirían imputando a Telefónica - *Os direitos de voto inerentes às 71.528.539 acções representativas do capital social da Portugal Telecom detidos parahedgingdos contratos de equity swape registados para votar na Assembleia Geral da PT devem continuar a imputar-se à Telefónica SA, nos termos das alíneas a) e c) do número 1 do artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários*. Consultar en: <http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20100628a.aspx>

⁷⁴⁰ EXPANSION, Póngame un ‘equity swap’, 2/4/2007

Vallermoso o *Pemex* se han servido de *equity swaps* para alcanzar una posición significativa en *Repsol YPF*. *La Caixa*, adquirió un *equity swap* sobre acciones de Telefónica. Por el contrario *BBVA* los ha utilizado para salir de Repsol e Iberdrola. ACS ha obtenido una participación indirecta en Iberdrola a través de contratos *equity swaps* con Natixis (a través de su filial Nexgen)⁷⁴¹.

De la casuística anterior se desprende que el vacío legal de la Directiva respecto de los derivados *equity* liquidados por diferencias ha permitido su utilización para obtener una posición de influencia o mantener su posición en la sombra eludiendo los deberes de notificación de participaciones significativas. Ello llevó a los Estados miembros a adoptar disposiciones más estrictas de notificación sobre instrumentos financieros gracias a la posibilidad que brindaba una Directiva de armonización mínima. El resultado, fue que nos encontrábamos con diversos regímenes de notificación de los instrumentos financieros en Europa en particular los derivados *equity*⁷⁴² o con Estados que no exigen la notificación de los derivados liquidados por diferencias⁷⁴³.

El régimen de notificación de los *contracts for differences* tiene su origen en el Reino Unido en el año 2005, cuando el Take Over Panel llevó a cabo una consulta relativa al tratamiento de los contratos por diferencias⁷⁴⁴. Posteriormente, en el año 2009, se modifica el Capítulo quinto denominado “*Vote holder and Issuer Notification rules*” –

⁷⁴¹ Iberdrola impugnaba las cuentas anuales de ACS, en atención al posible error de contabilización de un swap sobre acciones de Iberdrola llevado a cabo por Natixis. Así como determinar la existencia de un pacto para social gracias al cual ACS conseguía una mayor influencia en Iberdrola. No obstante, la demanda fue retirada por Iberdrola. El seguimiento del caso puede consultarse en: <http://www.europapress.es/economia/noticia-natixis-entrega-copia-datos-ocultos-contrato-derivados-20110131130704.html> y http://cincodias.elpais.com/cincodias/2011/04/04/empresas/1302083944_850215.html

⁷⁴² En atención a las divergencias y las posibles soluciones, la Comisión apuntaba hacia una voluntaria convergencia entre Estados miembros *vid.* COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, 2008. En el año 2008, se apreciaban las primeras diferencias en países como Bélgica, Chipre, Finlandia –ampliaba el espectro- o Italia –incluía los instrumentos que en vez de adquirir, dieran el derecho a vender las acciones.

⁷⁴³ Como son los casos de Italia, Holanda, Bélgica, *vid.* DE NARDIS, E. S., y TONELLO, M., “Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests”, *Conference Board Director Notes*, N° DN-009.

⁷⁴⁴ TAKE OVER PANEL, Panel Consultation Papers 2005/1-3, Dealings in Derivatives and Options, en particular PCP 2005/1 section A que concluía que el Take Over Code fuera applicable a los contract for differences.

en adelante DTR 5⁷⁴⁵- en el marco de la notificación de las participaciones significativas. En particular, se modifica la DTR 5. 3. 3.3 (2) para ampliar el ámbito de aplicación al requerir la notificación⁷⁴⁶ del interés económico sustancial en acciones de emisores británicos con acciones admitidas a cotización en mercados⁷⁴⁷, como es el caso de los contratos por diferencias *cash settled* o *equity swaps* al tener como subyacente acciones del emisor y la parte larga soporta el riesgo de mercado del emisor. Si bien, la FSA no ha querido establecer una lista cerrada para evitar que fruto de la innovación financiera aparezcan productos que no se encuentren establecidos en la lista⁷⁴⁸, ni tampoco definen que es efecto económico similar. La FSA se limita a dar unas orientaciones sobre a qué se refiere la sección 5. 3. 3 con un instrumento financiero que tenga un efecto económico similar a un *qualifying financial instrument*:

“If this terms are referenced, in whole or in part, to an issuer’s shares and generally the holder of the financial instrument, has, in effect, a long position on the economic performance of the shares, whether the instrument is settled physically in shares or in cash”.

⁷⁴⁵ La diferencia clave entre las disposiciones de la Companies Act y la DTR 5 es que en las derogadas prescripciones de la Companies Act se supeditaban a la tenencia de “un interés en las acciones”, la DTR5 se basa en el control sobre el ejercicio del voto sujeto a las acciones, así diferenciado en: UKLA publications, technical note Disclosure and transparency rules. Ha sido criticado, SMITH, H., “ A practical guide to the UK listing regime”, p. 274 y AA.VV. *A practitioners guide the FCA listing Regime*, p. 263.

⁷⁴⁶ En general, la tenencia de manera directa o indirecta de un instrumento financiero habrá de notificarse si alcanza los porcentajes de voto establecidos en la directiva. El art. 5-3-1, distingue dos tipos de instrumentos financieros:

a) un instrumento financiero de los recogidos en la DTR 5.3.2R, que sigue fielmente la Directiva y la Directiva 2007-en particular el art. 13, apartado primero, siendo necesario cumplir lo siguientes:

- Valores negociables, contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos derivados mencionados en la Sección C del Anexo 1 de la MIFID.

- Disfrute de un derecho incondicional (Por lo que como señala Firth, 15-11, aquellos instrumentos que dan al holder e derecho a adquirir las acciones solo si el precio del mercado alcanza un nivel, no se incluyen) a adquirir las acciones-ya emitidas- subyacentes o de discrecionalidad a las que van asociadas los votos, por iniciativa única del adquiriente, cuando llegue la fecha de madurez del instrumento, por consiguiente no es necesario haber tenido la capacidad de ejercer el voto durante la *vid.a* del instrumento financiero .

- Mediante un acuerdo formal, todo acuerdo vinculante según legislación aplicable (Firth 15-11 por consiguiente, un acuerdo verbal también se incluiría.)

Ejemplos de instrumentos financieros puede ser opciones call-comprador de la opción sería el que es tratado como el que tiene el derecho a ejercer el voto, forward purchase agreements y exchangeable bonds entrarían dentro de este artículo si cumplen los requisitos sobre las acciones en DTR y el acuerdo es incondicional . Firth 15-11

b) Referidos a acciones de un emisor que no sea un non UK issuer.

⁷⁴⁷ Entre los FISSE, se encuentran los contratos de derivados, como puede ser, los contratos por diferencias. Como es el caso de derivados- contratos por diferencias-, *vid.* A practitioner’s guide to the FCA listing regime 2013/2014, p. 263.

⁷⁴⁸ Para evitar un tecnicismo, que podría llevar a que la innovación financiera, resultaran nuevos productos, SMITH, H., “ A practical guide...”,*op. cit.*, p. 277.

Por lo tanto, las dos notas clave para discernir si un producto financiero puede considerarse un instrumento financiero cualificable serían: en primer lugar, que estuviera referenciado totalmente o en parte a las acciones de un emisor y, en segundo lugar, que proporcione al *holder* la posición larga en el rendimiento de las acciones. La determinación sobre el efecto económico similar a un instrumento financiero vendrá determinada por el potencial acceso a las acciones subyacentes por la parte larga del derivado⁷⁴⁹. En este sentido, los contratos por diferencias pueden recibir un tratamiento similar a las *cash-settled options* al respecto de la delta. De este modo, aquellos instrumentos que no tengan una delta 1 pueden considerarse que tienen efecto económico, en la proporción de la delta, por lo que una delta de 0.5, el instrumento dará un efecto económico similar en la mitad de las acciones⁷⁵⁰.

En Alemania, la reforma de la comunicación de las participaciones significativas se produjo en dos tramos. En primer lugar, en el año 2008, a través de la *Risikobegrenzungsgesetz* que introdujo el deber de agregación de instrumentos financieros y acciones. Con posterioridad, en el año 2011, se introdujo el deber de notificar los *cashsettled derivatives* que se correspondan con la participación del 5%. La extensión de la obligación se aplica a las personas que directa o indirectamente ostenten instrumentos financieros u otros instrumentos que les permitan adquirir acciones ya emitidas con derecho de voto⁷⁵¹. Se considera que un instrumento permite adquirir acciones si la contraparte de dicho instrumento cubre su posición mediante la compra de las acciones, con independencia de que la otra parte adquiere las acciones o cubra su posición⁷⁵².

⁷⁴⁹ SMITH, H., “A practical guide...”, *op. cit.*, p. 278.

⁷⁵⁰ En el caso de un contrato de opciones, un comprador de una opción sólo la ejercitara si está “in the money”, el riesgo que asume el vendedor es el de variación de del precio del mercado y la disposición de las acciones en caso de una opción call-o hacer un pago basado en el cambio de valor. Depende de un número de factores como, la volatilidad del subyacente-como de rápido cambia de valor- y el tiempo que queda hasta su expiración. A pesar de que el cálculo es complejo, puede ser estimado mediante modelos informáticos como Black-Sholes model-basados en estimaciones sobre la probabilidad -basada en variaciones de precio históricas- de que la opción finaliza in the money- y que sea ejercida. Esta probabilidad se denomina delta. Una opción out of the money, no será ejercitada por lo que su delta estará cerca de cero, mientras que una acción esté in the money, su delta estará cercano a 1, FIRTH, 1-21.

⁷⁵¹ CONAC, P.-H., “Cash-Settled Derivatives as a Takeover Instrument and the Reform of the EU Transparency Directive” en BIRKMOSE, H. S., y ENGSIG SORENSEN, K., *The European Financial Market in Transition*, 2012, Kluwer Law International BV, pp. 49–68.

⁷⁵² § 25 Mitteilungspflichten beim Halten von Instrumenten; Verordnungsermächtigung

En Francia, el 1 de noviembre de 2009 se introduce un nuevo régimen de transparencia a través de la *Ordonnance* n°105 de 30 de enero de 2009 que, de un lado, obliga a comunicar la posición agregada en acciones y derivados de liquidación física y, de otro, los derivados de liquidación por diferencia. No obstante esta comunicación debería hacerse cuando se supere a su vez su posición en acciones por lo que se la comunicación era restringida. Posteriormente, dado su carácter limitativo, la *Marini Proposal* defendía la agregación de los derivados a las acciones. Esta propuesta fue acogida parcialmente al aprobarse una nueva regla de agregación en el art. L233-9 del *Code du Commerce*⁷⁵³.

En Italia, la reforma fue precedida por una Consulta de la Consob en octubre de 2009 y se introdujo en el *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti* la obligación de comunicación de la “posizione lunga complessiva” que suponía la agregación de la posición en acciones sobre la *posizione aggregata detenuta in azioni, partecipazioni potenziali*⁷⁵⁴ e altre posizioni lunghe⁷⁵⁵-, al introducir una definición de “otras posiciones largas” que incluía cualquier tipo de derivado que tuviera una exposición económica positiva a las fluctuaciones de las acciones.

En Portugal, a través del *Regulamento da CMVM n.º 5/2010 sobre Dever de Divulgação de Posições Económicas Longas Relativas a Acções* se modifica el *Regulamento da CMVM N.º 5/2008 de Deveres de Informação* incluyendo como instrumentos para la comunicación de participaciones significativas cuando se ostente una posición larga

⁷⁵³ Versión del apartado 4 dada por la *Ordonnance* n°105 de 30 de enero de 2009: 4° *Les actions déjà émises que cette personne, ou l'une des personnes mentionnées aux 1° à 3° est en droit d'acquérir à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du code monétaire et financier . Il en va de même pour les droits de vote que cette personne peut acquérir dans les mêmes conditions. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers précise les conditions d'application du présent alinéa ;*

⁷⁵⁴ “partecipazioni potenziali”: *le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall'articolo 1, comma 3, del Testo unico, nonché di ogni altro strumento finanziario o contratto, che, in virtù di un accordo giuridicamente vincolante, attribuiscono al titolare, su iniziativa esclusiva dello stesso, il diritto incondizionato di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti, ovvero la discrezionalità di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti;*

⁷⁵⁵ 116. D. 1: *Le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall'articolo 1, comma 3, del Testo unico, nonché di ogni altro strumento finanziario o contratto diversi da quelli rilevanti per le partecipazioni potenziali, in grado di determinare l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante, ivi incluso il caso della controparte del titolare di una posizione corta;*

tanto los contratos por diferencias, *swaps*, opciones y futuros de liquidación por diferencias⁷⁵⁶.

Holanda, también amplía sus deberes de notificación en el año 2012, siendo obligatorio notificación las posiciones largas en instrumentos financieros de liquidación por diferencias⁷⁵⁷.

Sin embargo, nuestro ordenamiento, a pesar de los casos puntuales apuntados, reproducía fielmente en el art. 28 del RD 1362/2007 la dicción de la Directiva. Es decir, se sujetaba el deber de comunicar la participación significativa si el instrumento “confiera el derecho a adquirir por iniciativa propia de dicho tenedor y según acuerdo formal, acciones ya emitidas que atribuyan derechos voto de un emisor cuyas acciones estén admitidas a cotización”⁷⁵⁸.

b') Primeros posicionamientos de las Instituciones de la Unión Europea

Las instituciones de la Unión Europea corroboraron igualmente el vacío de la Directiva y como corolario se publicó el Informe de la Comisión sobre la aplicación de la Directiva 2004/109/CE en el que se planteaba la eficacia de la armonización mínima de

⁷⁵⁶ Art. 2 (A) “Artigo 2.º-A
Informação sobre posição económica longa relativa a acções
(...)”

2 - A posição económica longa integra:

a) As acções cujos direitos de voto sejam imputáveis nos termos do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários;

b) Os acordos ou instrumentos financeiros com efeito económico similar à detenção de acções que não gerem autonomamente imputação de direitos de voto, detidos directamente ou por terceiros que se encontrem em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do Código dos Valores Mobiliários, designadamente:

(i) Contratos diferenciais;

(ii) Swaps com liquidação financeira;

(iii) Opciones com liquidação financeira;

(iv) Futuros e contratos a prazo com liquidação financeira.

⁷⁵⁷ Wet op het financieel toezicht, art. 5.45. 10: *Iemand wordt geacht te beschikken over de aandelen alsmede de daaraan verbonden stemmen indien hij:*

a. een financieel instrument houdt waarvan de waardeinstijging mede afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden uitkeringen en op grond waarvan hij geen recht heeft op verwerving van een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b;

b. op basis van een optie verplicht kan worden om aandelen als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, te kopen; of

c. een ander contract heeft gesloten op grond waarvan hij een met een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, vergelijkbare economische positie heeft.

⁷⁵⁸ In extenso, vid. MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, op. cit., p. 272, FLORES DOÑA, M. S., “Propiedad oculta” y “voto vacío” en la armonización de la transparencia corporativa”, *RDBB*, N° 132, 2013, pp. 103-131.

las obligaciones de Transparencia que implicaba una heterogeneidad entre los regímenes de notificación nacionales⁷⁵⁹. Además, se reconocía la necesidad de adaptación de la Directiva a la innovación financiera mediante el incremento de las exigencias de notificación sobre instrumentos financieros; como antes señalamos, destacaba tanto la falta de información sobre el préstamo de valores que puede dar lugar al *empty voting*, como la ausencia de información sobre instrumentos financieros liquidados en efectivo que daba lugar a un aumento de la *hidden ownership* o titularidad oculta de acciones⁷⁶⁰, tal como aparece recogido en las conclusiones sobre los aspectos de mejora de la Directiva: “*una mayor convergencia de las normas sobre divulgación de las participaciones importantes en los derechos de voto, y de los instrumentos financieros que otorgan derechos de voto (incluidos los derivados liquidados en efectivo)*”.

Como precedentes a este Informe, la doctrina ya se había pronunciado en las Conclusiones al Congreso sobre la operativa de la Directivas constatando que la modernización de la Directiva tendría que afrontar la innovación del mercado ya que con las experiencias de UK y Francia se demostraba que era posible la regulación de la notificación de la “*hidden ownership*”⁷⁶¹. Como la mayoría de las respuestas a la Consulta sobre la modernización de la Directiva de Transparencia (2004/109/EC) consideraban propicio la implantación de la notificación relativa a la tenencia de derivados *cash settled*, pues de este modo, se conocería la identidad de aquellos que estan expuestos económicamente a las acciones, lo que mejoraría la transparencia de las participaciones significativas. Asimismo, contribuiría a la formación de los precios, pues dado que la Directiva de Opas no se aplica hasta alcanzar una participación del

⁷⁵⁹ COMISIÓN EUROPEA, *Informe de la Comisión al Consejo, al Parlamento europeo, al Comité económico social europeo y al Comité de las Regiones. Aplicación de la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado* SEC (2010)611, P. 5.

⁷⁶⁰ En cuarto lugar, se aprecia la necesidad de adaptar las obligaciones que impone la Directiva sobre la transparencia a la innovación registrada en los mercados financieros, y aumentar las obligaciones de transparencia en relación con ciertos tipos de instrumentos. Más concretamente, la insuficiente información sobre las prácticas de préstamo de valores parece haber aumentado el riesgo de «voto vacío», y la falta de información sobre los derivados liquidados en efectivo ha aumentado el problema de la «titularidad oculta», COMISIÓN EUROPEA, *Informe de la Comisión al Consejo, al Parlamento europeo, al Comité económico social europeo y al Comité de las Regiones. Aplicación de la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado* SEC (2010)611, p. 5.

⁷⁶¹ Conference on the operation of the Transparency Directive 2004/109/EC (11.06.2010).

30%, el precio justo no se ve reflejado si el opante utiliza derivados *cash settled*⁷⁶². La propuesta de MAZARS⁷⁶³ también evidenciaba la laguna de la Directiva, sugiriendo que fuera rellenado el vacío mediante un régimen de notificación de los derivados liquidados por diferencias sopensando, de un lado, el derecho de los inversores a conocer los cambios en la estructura de voto de la sociedad, en base al considerado 28 y, de otro lado, el eventual impacto negativo que puede tener la información para procedimientos de control⁷⁶⁴.

A su vez, el Comité Europeo de Reguladores de Valores⁷⁶⁵ consideraba oportuna la modificación de la Directiva extendiendo la notificación de participaciones a todos aquellos instrumentos que proporcionan un efecto económico similar a la tenencia de acciones el derecho a adquirirlas. Propugnaba una amplia definición con el fin de que abarque todos los instrumentos que pueden ser usados para crear una posición larga económica en una sociedad. Mientras que el *European Securities Markets Expert Group* consideraba que tendría que incrementarse la transparencia respecto de los derivados liquidados por diferencias, pues se ha de tener en cuenta las implicaciones que supone el recurso al *short selling* y al préstamo de valores. Al mismo tiempo, abogaban por una reformulación de la Directiva hacia una máxima armonización, si bien consideraban que con el fin de que la notificación no fuere muy onerosa habrían de establecerse ratios de notificación mas elevados. También proponían que la notificación se comunicase a una sólo entidad en toda Europa de modo que proporcionase la información al mercado. A

⁷⁶² *The vast majority of respondents to this question considered that the disclosure of holdings of cash-settled derivatives would be beneficial to the market with a view to avoid hidden ownership. While cash-settled derivatives are used in the vast majority of cases for their normal purpose which is to gain economic exposure to the issuer and not to gain access to voting rights, the current lack of disclosure in relation to cash-settled derivatives is causing market difficulties: the Takeover Bids Directive13 does not apply or applies too late to these instruments, so that a fair market price of the underlying shares is not guaranteed. Some respondents expressed support for a disclosure regime not simply because it would reveal economic exposure to shares – though this was fundamental- but also because it would make the market more transparent generally. However, most respondents considered that the given the high volume of derivatives trading in today's market, there was a need for a threshold at which the ownership of economic interest would become relevant not only for the impact on voting rights (and therefore oncontrol) but also for the price formation in a particular security.*

⁷⁶³ MAZARS. Transparency directive..., *op. cit.*, p. XIX.

⁷⁶⁴ Haciéndose eco de la cuestión, *vid.* COMISION EUROPEA, Commision staff working paper. The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market COM(2010)243, p. 77

⁷⁶⁵ CESR, *CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holdign shares and entitlementos to acquire shares*, 2010.

su vez, se alertaba que las exigencias de información no deberían ser a nivel intraeuropeo sino con normas de carácter global puesto que podrían subvertir este régimen trasladándose a jurisdicciones con un sistema de notificación más laxo⁷⁶⁶.

Al respecto de cómo se debería proceder a notificar los derivados liquidados por diferencias, hay propuestas en torno a la implantación de una notificación general, con excepciones⁷⁶⁷, o bien, una notificación de carácter limitado, en función de que el contrato prevea que el holder no va a obtener los derechos de voto o influenciar en su ejercicio, es decir, una suerte *safe harbour*. Las debilidades de este segundo sistema estarían en que antes de la finalización del contrato, podrían proceder las partes a su modificación. A su vez, en tanto que sería un sistema basado en las intenciones del *holder*, ello no supondría que a pesar de que cumpla los términos del contrato permitiese obtener una posición significativa en la sociedad sin necesidad de notificar⁷⁶⁸.

En relación a los umbrales de notificación también se defiende que haya umbrales específicos de una cierta entidad debido a que se producen muchas operaciones con

⁷⁶⁶ ESME, *Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*, p. 15, 2009: (...) *Finally, there is a need for a worldwide negotiation of whatever additional disclosure requirements would be decided at EU level. European requirements in this area should be construed as global regulatory measures. Otherwise instruments traded in Europe today could be traded outside of Europe (off-shore) tomorrow; in jurisdictions where disclosure requirements would be less stringent*, P. 15.

⁷⁶⁷ ESME, *Views on the issue ...*, *op. cit.*, p. 11, aluden a una “*broad definition*”- *based on the concept of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares is the only practicable way forward*”, p. 11. Como por ejemplo, se excepciona la notificación por parte de las instituciones financieras y creadores de mercado, *vid.* ESME, *Views on the issue ...*, p. 10, tampoco tendrían que comunicarlo las operaciones relativas a “*client serving transactions*” o por “*accounting purposes*”; CESR, *CESR proposal to extend major shareholding...*, *cit.* p. 14.

⁷⁶⁸ Han sido críticos sobre la introducción de un *safeharbour* como es la declaración de intenciones pues hay que tener en cuenta que los cash settled derivatives, lo que suele ocurrir es que no hay una cláusula contractual al respecto sino que el holder “*presume*”, “*espera*” que la contraparte le pueda proveer de las acciones subyacentes si se lo requiere. Mientras que CESR considera que puede sortearse dicha notificación cambiando las condiciones del contrato antes de que se finalice, no será necesario el “*understanding*” si sabe que la parte corta tiene las acciones como forma de cobertura, en tanto que las querrá venderlas al final del contrato, el holder podrá ser el adquirente. Dificultades probatorias en relación si cambia de plan el *holder*. También será costoso porque será necesario incluir las provisiones que queden dentro del *safe harbour*, ESME, *Views on the issue ...*, p. 10-11 y CESR, *CESR proposal to extend major shareholding...*, p. 15. Sin embargo, entre la doctrina, KETTUNEN, M. y RINGE WG, ‘*Disclosure Regulation of Cash-Settled Equity Derivatives an Intentions-Based Approach*’, *Lloyd’s Maritime and Commercial Law*, 227, 2012; ZETZSCHE. D. “*Against mandatory disclosure of economic-only positions referenced to shares o european issuers-twenty arguments against CESR proposal*”, *CBC-RPS*, nº 3, 2010. De otra parte, también se ha pronunciado a favor de que se conecte la notificación a que el contrato expresamente establezca la posibilidad de que se pueda liquidar en efectivo, en cuyo caso habría que establecer una relacion con el ISDA que fue redactado de la otra forma, “*If no physical settlement posible, the cash settelement takes place*”, p. 11.

derivados⁷⁶⁹ que no tienen interés para el mercado ni inversores. En este sentido, el régimen podría indicar que bajo cierto umbral no se tendría que notificar la participación obtenida a través de derivados⁷⁷⁰ y, para ello, se propone tener en cuenta que el adquirente del derivado se comprometa a no adquirir acciones durante el transcurso de la duración del derivado y en un tiempo posterior a la maduración y, además, deberán notificar dicha operación a los supervisores, quienes tendrían que proporcionar al mercado las operaciones agregadas⁷⁷¹.

Con respecto a la agregación de las acciones con los derivados, se apuntaba hacia dos sistemas; de una parte, el seguido en UK, que es de agregación total en tanto que se suman las acciones en relación con los derivados con las acciones que ostente el inversor; o bien, de otra, la separación de la notificación de acciones y de derivados. Finalmente, otro sistema es el seguido en Francia, donde se notifican los derivados cuando se supera un umbral de acciones determinadas, lo que resulta un sistema poco transparente puesto que si no se actualiza el umbral, la información no proporcionará de manera actualizada la participación en este tipo de instrumentos⁷⁷²⁷⁷³.

Otra de las previsiones que se ha de tener en cuenta es el método de cálculo de la relación entre el derivado y las acciones subyacentes. El primer método es la delta ajustada que tiene en cuenta las variaciones de la posición cubierta⁷⁷⁴, hasta admitiendo el netting entre posiciones cortas y largas⁷⁷⁵; el segundo método es la cantidad de nocional que se refiere a la notificación del número de acciones subyacentes, quedando abierta la cuestión sobre la posibilidad del neteo entre posiciones cortas y largas⁷⁷⁶.

⁷⁶⁹ “We would want to avoid overloading of information with too much information and adding extra complexity. Since most of OTC derivatives positions are used for other purposes than to gain control, we would recommend disclosure for higher thresholds only”, *vid.* ESME, *Views on the issue of transparency of holding of cash settled derivatives*, 2009, p. 10.

⁷⁷⁰ ESME, *Views on the issue of transparency of holding of cash settled derivatives*, 2009 ¿79?

⁷⁷¹ MAZARS. *Transparency directive...*, *op. cit.*, p. 139, también ESME, 10 pero se muestra un tanto escéptico sobre que sea solo al superviso en tanto que son los inversores quienes han de estar protegidos a través de la Directiva, considerando 18.

⁷⁷² P. 78 The review of the operation of the Directive.

⁷⁷³ MAZARS. *Transparency directive...*, *op. cit.*, p. 139.

⁷⁷⁴ Es defendido por CESR, p. 12: CESR notes that instruments will be required to be calculated on a delta-adjusted basis under the suggested short-selling rules currently being consulted don under the CESR Task Force.

⁷⁷⁵ Al respecto del neteo, CESR, p. 10: “CESR considers that netting of long and short positions does not prevent Access to voting rights and therefore gives the possibility of hiding stakes. Netting should therefore not be allowed”

⁷⁷⁶ ESME y CESR, ESME, *Views on the issue of transparency of holding of cash settled derivatives*, 2009, P. 79.

La Comisión, en atención a los Informes, concluía en el Documento de trabajo que acompañaba a la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE en torno a las insuficiencias de los requisitos de notificación de las participaciones importantes⁷⁷⁷ que la opción a seguir sería aquella que se basaba en la ampliación del régimen a todos los instrumentos de efecto económico similar a la tenencia de acciones y los derechos sobre acciones. Consideraban que la Consulta como quiera que fue respaldada mayoritariamente, supondría una mejora en la protección de los inversores y en la confianza aunque al mismo tiempo implicaría mayores costes para aquellos que recurren a la tenencia de derivados liquidados en efectivo⁷⁷⁸. Finalmente, se señalaba que el medio para llevarlo a cabo sería un instrumento jurídico vinculante como una directiva, que tendiera a la máxima armonización y complementarla con una mejora en el régimen de sanciones para salvaguardar su cumplimiento.

C) Tercera etapa: La Directiva 2013/50/UE, la armonización de la transparencia de los derivados equity.

La Directiva 2013/50/UE, con respecto a los arts. 10 y 13, se desmarca del principio de armonización mínima optando por una situación de armonización intermedia sin llegar a la máxima armonización⁷⁷⁹. En efecto, se inserta un nuevo apartado 1 bis en el art. 3 de la Directiva 2004/109/CE en el que se establece la prohibición a los Estados miembros de establecer requisitos más estrictos a los accionistas (persona física o jurídica) que los dispuestos en el art. 10 y 13. Para este fin se establecen tres excepciones explícitas en atención a que se fijen umbrales de notificación adicionales o inferiores a los establecidos en el artículo 9, apartado 1; en primer lugar, la aplicación de requisitos más estrictos que los estipulados en el art. 12; en segundo lugar, en el caso de adopción de disposiciones de cualquier tipo relativas a opas, fusiones y cualquier otra operación que afecten a la propiedad o el control de las empresas, supervisadas por las autoridades

⁷⁷⁷ *In extenso*, COMISION EUROPEA, , *Report form the commision staff working paper, impact assessment*, Com 2011, 683, SEC 2011, 1280 final, pp. 7-8.

⁷⁷⁸ COMISIÓN EUROPEA, Documento de trabajo de los servicios de la comisión. Resumen de la evaluación de impacto que acompaña al documento Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 204/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y la Directiva 2007/14/CE, pp- 5-6.

⁷⁷⁹ FLORES DOÑA, M. S., “Propiedad oculta” y “voto vacío” en la armonización de la transparencia corporativa”, *RDBB*, N° 132, 2013, pp. 20-21 (numeración Aranzadi Insignis)

designadas por los Estados miembros con arreglo al artículo 4 de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. En suma, se refleja una “europeización del régimen de notificación”⁷⁸⁰, puesto que restringe la capacidad de los Estados para regular de manera diversa el régimen del art. 10 y 13. Con ello se consigue, entre otras ventajas, de una parte, la reducción de costes que arroja la fragmentación del sistema tanto para quien ha de notificar como para los inversores que quieren obtener la información y, de otra parte, se suaviza la competencia regulatoria entre Estados; no obstante, se añade la dificultad para la adaptación del clausulado de la Directiva a los ordenamientos de los Estados miembros⁷⁸¹. Otra de las observaciones es que la efectiva armonización del régimen de participaciones significativas solo se lograría en el caso de la adopción de un reglamento sobre participaciones significativas⁷⁸².

Los derivados liquidados por diferencias se introducen en la nueva redacción del art. 13. En su apartado primero, se enumeran los instrumentos financieros susceptibles de notificación, tales como los valores transferibles, las opciones, los futuros, las permutas financieras, los contratos a plazo sobre tipos de interés, los contratos liquidables por diferencias, y cualquier otro contrato o acuerdo de efectos económicos similares que pueda liquidarse mediante entrega física de los valores subyacentes o en efectivo. A su vez, se encarga a la AEVM que proporcione una lista actualizada que indique los instrumentos financieros que estén sujetos a requisitos de notificación sobre la evolución técnica de los mercados financieros⁷⁸³; esta lista ha sido criticada por la

⁷⁸⁰ VEIL, R., “The Reform of the Transparency...”.

⁷⁸¹ FLEISCHER, H., y SCHMOLKE, K. U. “The Reform of the Transparency Directive...”, *op. cit.*, p. 134-136.

⁷⁸² VEIL, R., “The Reform of the Transparency”, p. 24.

⁷⁸³ A este respecto, la última lista proporcionada de fecha 22 de octubre de 2015, amplía la lista que enumera la Directiva (...): 3. *Furthermore, taking into account current technical developments on financial markets ESMA considers the following to be financial instruments, provided they satisfy any of the conditions set out in points (a) or (b) of the first subparagraph of Article 13(1) of Directive 2004/109/EC and reference shares to which voting rights are attached:* (a) *irrevocable convertible and exchangeable bonds referring to already issued shares;* (b) *financial instruments referenced to a basket of shares or an index and which comply with the criteria laid down in Article 4(1) of Commission Delegated Regulation (EU) 2015/761 of 17 December 2014;* (c) *warrants;* (d) *repurchase agreements;* (e) *rights to recall lent shares;* (f) *contractual buying pre-emption rights;* (g) *other conditional contracts or agreements than options and futures;* (h) *hybrid financial instruments;* (i) *combinations of financial instruments;* (j) *shareholders' agreements having Directive 2004/109/EC Article 13(1)(a) and (b) financial instruments as an underlying.*

indeterminación en torno al valor jurídico de dicho listado, lo que ha llevado a defender que sería una recomendación⁷⁸⁴.

Estos instrumentos no habrán de notificarse en todo caso, sino solo cuando satisfagan alguno de los criterios establecidos en los numerales primero y segundo. El apartado primero al que nos estamos refiriendo distingue el deber de notificación de aquellos instrumentos de liquidación física que a su vencimiento el tenedor tenga el derecho o la facultad de adquirir acciones con derecho de voto en virtud de un acuerdo formal. Respecto a este último requisito, el acuerdo formal está definido en el art. 2 como “todo acuerdo que sea vinculante conforme a la legislación aplicable”, por lo que se plantea que no quedarían sujetos a la obligación de notificación aquellos otros acuerdos informales⁷⁸⁵. A este respecto, en España, se ha procedido a la copia literal de dicho apartado en el art. 28 del RD 1362/2007 por lo que no se concreta qué es un acuerdo formal, lo que ha concluido la doctrina que en base al principio de consensualidad contractual cabría incluir hasta los meros acuerdos verbales⁷⁸⁶. En este sentido, se entendería subsumible aquel acuerdo verbal entre el inversor “*hidden morphable owner*” (parte larga de un *swap*) y la parte corta (que adquiere las acciones como forma de cobertura) sobre el sentido de voto de la parte corta en un contrato de derivados⁷⁸⁷.

En segundo lugar, se introduce un nuevo deber de notificación que abarca todos aquellos instrumentos financieros con efecto económico similar a los anteriores⁷⁸⁸, siguiendo el régimen de UK, cuyo subyacente sean acciones admitidas a negociación en un mercado regulado, con independencia del eventual derecho de liquidación mediante entrega física de las acciones subyacentes⁷⁸⁹.

⁷⁸⁴ Veil: *However the legal carácter of this lists is not clear. It is no a regulatory technical or implementations standard within the meaning of article 10 et seqq of the ESMA Regulation. The list would only be a recommendation within the meaning of art. 16 of Esma regulation*, VEIL, R., “The Reform of the Transparency, p. 35.

⁷⁸⁵ FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”, pp. 185-186.

⁷⁸⁶ PALA LAGUNA, R., “La disociación...”, p. 1142.

⁷⁸⁷ PALA LAGUNA, R., “La disociación...”, p. 1143., ZETZSCHE, D., “Hidden ownership in Europe...”, *op. cit.*,

⁷⁸⁸ Se observa cómo se ha tomado por base el régimen de UK, *vid.* ASSESMENT REPORT, p. 20; FLORES DOÑA, M. S., “Propiedad oculta” y “voto vacío”..., *op. cit.*, p. 15.

⁷⁸⁹ a) *instrumentos financieros que, a su vencimiento, den al tenedor, en virtud de un acuerdo formal, el derecho incondicional a adquirir o la facultad discrecional de adquirir acciones ya emitidas que lleven aparejados derechos de voto, de un emisor cuyas acciones han sido admitidas a negociación en un mercado regulado;*

b) *instrumentos financieros que no estén incluidos en la letra a), pero que estén referenciados a acciones mencionadas en dicha letra y que tengan un efecto económico similar al de los instrumentos financieros*

En cuanto al deber de notificación se distinguen los instrumentos de uno u otro tipo y se exige su desglose de manera diferenciada. De una parte, los instrumentos financieros de liquidación física que den lugar al derecho o facultad de adquirir acciones en todo caso y, de otra, aquellos otros que tienen un efecto económico similar a los primeros. No obstante, el deber de notificación de estos últimos requiere su diferenciación en función del tipo de liquidación. Se plantea, no obstante, la duda sobre qué ocurre con el régimen más estricto de aquellos Estados miembros que sí contemplaban la notificación de este tipo de derivados. Pues bien, aunque el art. 3 subpárrafo 2 Directiva 2013/50/UE no declara la total armonización de estos requisitos de notificación puede afirmarse que conforme al sentido y a la finalidad del precepto se puede concluir que los Estados miembros no pueden adoptar disposiciones más estrictas⁷⁹⁰.

En atención al cómputo de los derechos de voto, el cálculo difiere en función del tipo de liquidación. En los instrumentos financieros de liquidación física, el número de votos se calcula en base al número de acciones subyacentes. Sin embargo, en los instrumentos de liquidación en efectivo, habría de aplicarse un método ajustado por la delta del instrumento. Esto es, se tendrá que multiplicar el número de acciones subyacentes por la delta del instrumento⁷⁹¹. Se ha de destacar que no se permite la compensación entre posiciones cortas y largas y que para el cálculo de los derechos de voto solo se tendrán en cuenta las posiciones largas. De la nueva regulación de las participaciones importantes se desprende que la notificación en relación a los instrumentos financieros se determina en función de unos criterios y condiciones variables, mientras que en el art. 13.1 se establece la regla general es en el art. 13. 1 bis en el que se recogen los criterios variables. A este respecto, en atención a la previsión en la Directiva sobre la aprobación de normas técnicas⁷⁹² se ha aprobado el Reglamento Delegado (UE) 2015/761 de la

mencionados en dicha letra, den o no derecho a liquidación mediante entrega física de los valores subyacentes.

⁷⁹⁰ VEIL, R., “The Reform of the Transparency...” *op. cit.*, p. 35.

⁷⁹¹ *1 bis. El número de derechos de voto se calculará por referencia a la cantidad teórica total de acciones subyacentes al instrumento financiero, excepto cuando el instrumento financiero prevea exclusivamente la liquidación en efectivo, en cuyo caso el número de derechos de voto se calculará mediante un método ajustado por la delta, multiplicando la cantidad teórica de acciones subyacentes por la delta del instrumento. Con este fin, el tenedor agregará y notificará todos los instrumentos financieros relacionados con el mismo emisor subyacente. Solo las posiciones largas se tendrán en cuenta para el cálculo de los derechos de voto. Las posiciones largas no se compensarán con posiciones cortas relacionadas con el mismo emisor subyacente.*

⁷⁹² *La AEVM elaborará proyectos de normas técnicas de regulación para especificar:*

Comisión de 17 de diciembre de 2014. Este Reglamento especifica que en los instrumentos financieros liquidados en todo caso por diferencias, la delta será de 1 si los instrumentos financieros prevén exclusivamente la liquidación en efectivo y con un perfil de rendimiento lineal y simétrico con relación a la acción subyacente. En caso contrario, cuando el perfil no es lineal y, por tanto, es asimétrico, se habrá de calcular sobre una base ajustada por la delta y utilizando un modelo estándar de fijación de precios generalmente aceptado⁷⁹³. La valoración ha de tener en cuenta, entre otros elementos, el tipo de interés, los pagos de dividendos, el vencimiento residual, la volatilidad y el precio de la acción subyacente. Se le exige al titular del instrumento que se asegure de que el modelo sea adecuado en tanto que tenga en cuenta la complejidad y el riesgo de cada instrumento financiero y requiriendo el recurso al mismo modelo para el cálculo de los derechos de voto. También los sistemas informativos que calculan la delta han de preservar la coherencia, exactitud y puntualidad de notificación de los derechos de voto. Finalmente, la periodicidad del cálculo de los derechos de voto será diaria, tomando como referencia el precio de cierre de la acción subyacente. La notificación al emisor, por tanto, se producirá cuando en atención al cálculo alcance o supere o descienda de los umbrales estipulados en el art. 9 de la Directiva 2004/109/CE.

En último término, se introduce el art. 13 bis relativo a la agregación de los derechos de voto, que añade la obligación de notificar cuando se superen los umbrales de notificación en atención a la suma de los derechos de voto relativos a los art. 9 y 10 con los derechos de voto relacionados con los instrumentos financieros. No obstante, la notificación será desglosada, indicando, de un lado, el número de derechos de voto asociados a acciones que se posean de conformidad con los artículos 9 y 10 y, de otro, los derechos de voto relacionados con instrumentos financieros con arreglo a lo establecido en el artículo 13. A este respecto, si un accionista tiene un 3% en acciones y un 2% en instrumentos financieros que a su conclusión le den derecho a adquirir las acciones subyacentes, debe comunicarlo pues su agregación le da una participación en

a) el método para calcular el número de derechos de voto mencionado en el párrafo primero en el caso de los instrumentos financieros referenciados a una cesta de acciones o a un índice, y

b) los métodos para determinar la delta a efectos de cálculo de los derechos de voto asociados a instrumentos financieros que prevean exclusivamente su liquidación en efectivo según se prescribe en el párrafo primero.

⁷⁹³ Entendiéndose modelo estándar: un modelo utilizado habitualmente en el sector financiero para ese instrumento financiero y que sea lo suficientemente sólido para tener en cuenta los elementos pertinentes para la valoración del instrumento.

la sociedad de un 5%⁷⁹⁴. Asimismo, en relación con los derechos de voto que fueren notificados en su momento en virtud del art. 13, tendrán que notificarse de nuevo en el momento en que la persona tenedora del instrumento, al finalizar el mismo, adquiera las acciones en tanto “el número total de derechos de voto asociados a las acciones emitidas por el mismo emisor alcance o rebase los umbrales establecidos en el artículo 9, apartado 1 de la Directiva 2004/109/CE.

Con respecto a las sanciones por incumplimiento del deber de notificación, se incluye un capítulo VI bis sobre sanciones y medidas, aunque al no especificar si estamos ante disposiciones de máxima armonización, se mantiene la competencia de los Estados miembros para establecer e imponer sanciones, exigiendo que éstas sean efectivas, proporcionadas y disuasorias⁷⁹⁵. En el art. 28 ter se enumeran las sanciones que podrán establecer las autoridades competentes tales como la declaración pública sobre el incumplimiento (“*naming and shaming*”), un requerimiento para que proceda a la notificación y que se abstenga en el futuro de llevarla a cabo, sanciones de carácter pecuniario; en el caso de personas jurídicas oscila entre los 10 millones de euros o el 5% del volumen de negocios anual total o hasta el doble del importe de los beneficios obtenidos o las pérdidas evitadas en caso de que esta última cifra fuera mayor⁷⁹⁶.

Por lo que respecta a las personas físicas, la cifra es menor, alcanzando hasta los 2 millones de € en el caso que sea más elevada que el doble del importe de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas gracias al incumplimiento. Asimismo resulta muy relevante el apartado 2 que exige a los Estados miembros que garanticen que sus disposiciones contemplen la eventual suspensión de los derechos de voto en aquellos casos en los que la persona no notifique su participación significativa, aunque deja al Estado miembro determinar si solo se aplicaría a los casos más graves⁷⁹⁷. A este respecto, se pone en tela de juicio, por ejemplo, el caso de la suspensión del art. 10 en tanto puede dar lugar a la suspensión de los derechos de voto de terceros⁷⁹⁸.

⁷⁹⁴ VEIL, R., “The Reform of the Transparency...”, *op. cit.*, p. 36.

⁷⁹⁵ Ibid. p. 37.

⁷⁹⁶ Ibid., 37-40.

⁷⁹⁷ A este respecto, se duda sobre hasta qué punto hubiera sido determinativo la pérdida de votos ex lege, *vid.* VEIL, R., “The Reform of the Transparency...”, p. 41. A favor de esta medida, sugiriendo la conveniencia de incluir la sanción civil de suspensión del derecho de voto en España, *vid.* PALA LAGUNA, R., “La disociación...”, p. 1144.

⁷⁹⁸ *A loss of rights or voting rights for third party right may be justified for a trust relationship or a group relationship. But why should a shareholder acting in concert with another shareholder as regard to*

Cabe destacar a este respecto que en España la suspensión del voto, por infracción muy grave, como ocurriría en caso de incumplir el deber de notificación de una participación significativa pues sólo se prevé para las empresas de inversión y sólo para el caso de que adquiriera una participación sin la autorización de la CNMV⁷⁹⁹. Por lo que nuestro régimen sancionador no ha sido demasiado estricto en comparación, por ejemplo, con Francia o Portugal donde se puede suspender el derecho de voto. Finalmente, en el art. 28 *quáter* se establecen las circunstancias para determinar el tipo y nivel de la sanción o medida administrativa a toma, destacando entre otras, las pérdidas causadas por terceros, el nivel de cooperación con las autoridades y la reiteración en su conducta.

D) Valoración de la reforma

La reforma supone una mejora técnica, pues con una mayor transparencia en la estructura de la sociedad anónima cotizada, se podrán evitar prácticas de *decoupling*, aunque es exigible una mayor coordinación así como completar el régimen con el resto de normativa europea⁸⁰⁰. En concreto, atacará la propiedad oculta pues saldrán a la luz supuestos de *hidden morphable ownership* pero no evitará que se produzcan en la junta general casos de *empty voting*, en particular, de *negative voting* por lo que la reforma solo ha sido adecuada en parte.

Asimismo, se echa en falta una mayor concreción de la reforma pues, por ejemplo, no se entiende la razón por la que no se ha incorporado que el accionista significativo al comunicar su participación indique además cuál es su intención con su participación en la sociedad en la que invierte tal como se ha previsto en el régimen francés o alemán⁸⁰¹; así como llevar a cabo una comunicación diferencial en función del tipo de inversor, por ejemplo, circunscribiendo la exigencia de notificación a aquellos inversores que

exercise voting right have the mistakes of that other person attributed to him, VEIL, R., “The Reform of the Transparency...”, p. 43.

⁷⁹⁹ (En el caso de que una empresa de servicios de inversión adquiriera una participación a pesar de la oposición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con independencia de cualquier otra sanción que pueda imponerse, se dispondrá bien la suspensión del ejercicio de los correspondientes derechos de votos, bien la nulidad de los votos emitidos o la posibilidad de anularlos).

⁸⁰⁰ FLORES DOÑA, M. S., “Propiedad oculta” y “voto vacío”..., *op. cit.*, p. 14 y 26.

⁸⁰¹ “Therefore, for example, it is hard to understand why the provisions governing transparency of investor’s intention introduced in some Member States in recent years are not to be harmonized by European legislature”, *vid.* VEIL, R., “The Reform of the Transparency...”, p. 24. Entre las lagunas se apunta en el REPORT COMMISSION 10,12 2008 no seguir el *intention based approach* ni haber contemplado el problema del record date.

recurren a los derivados *equity* con el ánimo de control o influencia de la sociedad⁸⁰². A este respecto, es necesario hacer mención al régimen de EEUU que se caracteriza por la diferenciación de la notificación en función del tipo de inversor así como también se exige que se indique la intención por la que se adquiere la participación en la sociedad⁸⁰³; no obstante, al igual que en Europa se ha mostrado la debilidad del sistema en relación con los derivados liquidados por diferencias pues también se han dado casos de propiedad oculta⁸⁰⁴ lo que ha motivado diversas iniciativas de reforma por la doctrina⁸⁰⁵. En este sentido, la *Dodd Frank Act* se hacía eco de dichas divergencias al

⁸⁰² KETTUNEN, M. y RINGE WG, 'Disclosure Regulation...', p. 36.

⁸⁰³ Respecto a la fragmentación, se refleja en que hay cinco reglas de transparencia en función del tipo de inversor, el *Schedule 13 D*o han de cumplimentar aquellos accionistas activos que alcance una participación de más del 5%, el *Schedule 13 G* para accionistas pasivos con una participación de más de un 10% de participación, la *form 13 F* ha de rellenarse por aquellos inversores institucionales que ostenta más de 100 millones de dólares en acciones y opciones estandarizadas, los *insiders* han de reportar su posición económica a través de la sección 16 del *Exchange Act*. Finalmente los *mutual funds* deberán informar sobre su posición económica a través de los formularios N-1ª, N-CSR y N-Q. El problema que subyace a este sistema es que el deber de *reporting* no es igual en todos los casos, lo que incrementa la incertidumbre sobre su aplicación a los derivados o el préstamo de valores. En efecto, el cumplimiento de la *filling 13 D* se supedita a la obtención de un 5% de *beneficial ownership* de acciones de una sociedad registrada. La comunicación ha de realizarse a los 10 días de la fecha en que se haya obtenido directa o indirectamente el poder de voto o de disposición de dichos valores a través de un contrato, acuerdo, relación etc. Debido a la amplitud del convenio a través del cual se haya adquirido la posición significativa, ha llevado a la doctrina y a la práctica a cuestionarse si los casos de *hidden morphable ownership* estarían cubiertos por el *Schedule*. Asimismo, tampoco queda claro el tratamiento del préstamo de valores aunque otras formas de *beneficial ownership* están ampliamente definidas tales como *warrants* y *opciones*. Por el contrario, el *Schedule 16 (a)* relativo a las comunicaciones de *insiders* se encuentra ampliamente definida la *beneficial ownership* al incluirse cualquier tipo de derivado sin computarse las posiciones económicas (*economic only positions*). (Vid in extenso, KARMEL, R. S., "Voting Power Without Responsibility or Risk - How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights?", *Villanova Law Review*, Vol. 55, 2010; p. 117, HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., "Equity and Debt ...", *op. cit.*, p. 683).

⁸⁰⁴ Como ha sido el caso paradigmático *CSX Corp. v. Children's Investment Fund Management (UK) LLP*, 262 F. App'x 133, 133-34 (2d Cir. 2008) relativo a la contratación paralela de varios swaps por varios hedge funds, *vid.* in extenso, MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...* p. 346 y ss, otros casos posteriores de carácter similar fue la estrategia seguida por Pershing Square Capital Management y Vornado Realty Trust al adquirir una posición significativa, en primer lugar, adquirieron la propiedad de un posición de un 4.9%, al alcanzar el 5% tenía 10 días para rellenar la *Schedule 13 D*, pues bien durante esos días alcanzó una posición del 27% (MAXWELL MURPHY, How Bill Ackman Stalked JC Penney, *Deal Journal-Wall St. J.* Octubre 8, 2010) o en Fortune Brands (Watchel Lipton Rose Katz, y David. Kesmodel, Fortune Brands Plans to spit up, *wall st journal*, 8 diciembre 2010)

⁸⁰⁵ Se ha apuntado a la necesaria reinterpretación de la *beneficial ownership*. En este sentido, se habría de incluir a los derivados como una vía para alcanzar la *beneficial ownership* siempre que dichos instrumentos financieros que de manera directa o indirecta obtenga un beneficio de las acciones, incluyéndose las posiciones cortas pues tienen una influencia en el trading de la security en cuestión (*vid.* KATZ, J. J., "Barbarians at the Ballot...", *op. cit.*, p. 8.). Otras propuestas van más allá de una simple reinterpretación, al proponer un nuevo régimen de comunicación de carácter integrado ("integrated ownership disclosure") que favorecerá que salgan a la luz situaciones de *empty voting* y *hidden ownership* en las *filling forms* del 13 D y 16 B. Con esta propuesta se pretende armonizar la comunicación de las posiciones en acciones, al obligar a comunicar tanto el interés económico como el voto que provenga de acciones o "coupled assets" además se incluirá la notificación simétrica tanto de posiciones positivas como negativas o se reduciría el umbral de notificación a posiciones de *empty voting* que sean superiores a 0.5% capital de la compañía (*vid.* HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., "Equity and Debt ...", *op. cit.*, pp. 682 y ss.) Otros hacen referencia a la importancia, al igual que el cambio del

expresar en la Section 766 (e) la necesaria revisión de las *reporting rules* con el fin de evaluar si seguían siendo válidas las interpretaciones respecto al tratamiento de los derivados. En particular, resulta acertada la interpretación que se hace en dicho apartado sobre la propiedad de las acciones en los casos de contratación de *security based swaps*, que concederán la propiedad de las acciones siempre que así lo decida la Securities and Exchange Commission (en adelante, SEC). En dicha línea el Congreso autorizaba a la Comisión a establecer una regla para reducir el periodo de *reporting* a menos de diez días (929 R Dodd Frank Act), sin embargo, la SEC no se ha pronunciado al respecto. No obstante, se introducía en el Senado el 17 de marzo de 2016 la *Brokaw Act*⁸⁰⁶ lo que supondría un cambio en la comunicación de las participaciones significativas en el improbable caso que sea adoptada⁸⁰⁷. Los aspectos fundamentales de la modificación de las *filling forms* son el acortamiento del plazo de comunicación de 10 a 2 días, a su vez las posiciones económicas netas *-net short positions-* también serán objeto de comunicación⁸⁰⁸, se establece su cálculo y la ampliación de la comunicación a la propiedad de cualquier tipo de derivados⁸⁰⁹. Finalmente, se amplía la definición de

concepto de beneficial ownership en la filling form 13D el acortamiento de los plazos de notificación a dos días como límite desde la adquisición de la posición significativa (*vid.* KATZ, D., MACINTOSH, L., y LIPTON, W., Section 13(d) Reporting Requirements Need Updating, disponible en: <http://corpgov.law.harvard.edu/2012/04/12/section-13d-reporting-requirements-need-updating/>).

Igualmente se defiende que es necesario una reforma de las reglas de transparencia, dicha reforma mejorará a su vez las *proxy acces rules*, pues será una vía para requerir a los accionistas que acrediten que han mantenido el interés económico por el tiempo que la SEC determine con el fin de que así puedan proponer la elección de administradores, KARMEL, R, Voting power without responsibility or risk: how should proxy reform adress the *decoupling* of economic and voting rights?. Aunque también hay posicionamientos en contra como, BEBCHUK, L. A., BRAV. A., JACKSON, R. J., y JIAN, W., “Pre-Disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy”, Journal of Corporation Law, Vol. 39, No. 1, pp. 1-34 que alegan el incremento de costes para todos los inversores no sólo los activistas. Defienden que las “thresholds poison pills” serían suficientes.

⁸⁰⁶ El origen etimológico de Brokaw Act se encuentra en la toma de control de la fábrica de papel Wausau por un grupo de *hedgfunds* que actuaban como *wolfpack* que llegaron a cerrar dicha fábrica lo que provocó una elevada tasa de paro que a su vez se produjo la declaración de insolvencia del pueblo, *vid.* BALDWIN, T., *Brokaw act stands up to wall Street raiders*, USA Today, 29 marzo 2016.

⁸⁰⁷ No se augura un buen futuro pues se estima que la “prognosis” de que la propuesta se adopte es un 2% entre otras razones porque quien esponsoriza es del partido minoritario y que co-sponsors (Warren y Sanders) sean del mismo comité, in extenso, GYVES, C.J., MARSCHO, D. R., y DICKERSON, J. L., “United States: Beneficial Ownership Reporting And The Brokaw Act”, *Mondaq*, 11 abril 2016, disponible en:

<http://www.mondaq.com/unitedstates/x/481456/Securities/Beneficial+Ownership+Reporting+And+The+Brokaw+Act>

⁸⁰⁸ “(2) after acquiring a direct or indirect short interest in an equity security of a class described in subsection (i), has a direct or indirect short interest representing more than 5 percent of the class shall, not later than 2 business days after the acquisition, file with the Commission a statement containing information that is substantially similar to the information required by Schedule 13D, as described in section 240.13d-101.

⁸⁰⁹ the term ‘derivative instrument’—

“(A) means any—

“(i) option, warrant, convertible security, stock appreciation right, or similar right—

“persona” a los efectos del deber de comunicar la participación en la sociedad con el fin de hacer transparente la actuación de los *hedge fund* que recurren a la técnica de *Wolf packs*⁸¹⁰.

Al mismo tiempo, se han formulado otras propuestas referentes a un régimen autorregulador *ex ante* (*ex ante self regulatory regime*) basado en la asimilación del programa de clemencia del cártel en Derecho de defensa de la competencia a nuestro ámbito de estudio. En particular, en aquellas operaciones de derivados en las que contribuyen varias contrapartes, ninguna de ellas tiene especial interés en desvelar la operación pues supondría un incremento en el precio de las acciones al conocer, de una parte, la estrategia de la parte larga, y, de otra, se informaría de las comisiones que reciben de la operación las partes cortas. Por lo tanto, para que una de las partes revele la operación tiene que recibir algún tipo de beneficio de dicha notificación que contrarrestare el impacto negativo de la comunicación, bien sea el incremento del precio de la acción o bien el riesgo reputacional que supone desvelar la operación frente al resto de contrapartes o el resto de participantes en los servicios bancarios de este tipo⁸¹¹. Esta propuesta ha sido acuñada como un “*reward model*”, que introduce un “*whistleblower reward policy*”, que implica otorgar al primero que notifique una posición secreta un *Premium*, pues sería altamente improbable que de otro modo fueren a notificar la operación⁸¹².

Finalmente, hay que señalar que la regulación deberá abordar el problema referente al *high frequency trading* o negociación automatizada de alta frecuencia ya que se pueden alcanzar participaciones significativas en segundos y que luego vuelven a desaparecer,

“(I) whether or not the right or instrument shall be subjected to settlement in the underlying equity security; and

“(II) with an exercise, exchange, or conversion privilege, or right to a settlement payment at a price related to an equity security; or

“(ii) similar instrument with a value derived in whole or in part from the value of an equity security; and

⁸¹⁰ “(6) the term ‘person’ includes—

“(A) 2 or more persons acting as a partnership, limited partnership, syndicate, or other group, or otherwise coordinating the actions of the persons, for the purpose of—

“(i) acquiring, holding, or disposing of securities of an issuer;

“(ii) seeking to control or influence the board, management, or policies of an issuer; or

“(iii) evading, or assisting others in evading, the designation as a ‘person’ under this paragraph; or

“(B) a *hedge fund* (as that term is defined in section 13(h) of the Bank Holding Company Act of 1956 (12 U.S.C. 1851(h)) or a group of *hedge funds* or persons that are, as determined by the Commission, working together to evade the requirements of section 13(d), 13(g), or 13(s) of the Act.”.

⁸¹¹ ZETZSCHE, D., “Hidden ownership in Europe...”, *op. cit.*, p. 146.

⁸¹² In extenso, ZETZSCHE, D. A., “Challenging Wolf Packs: Thoughts on Efficient Enforcement of Shareholder Transparency Rules”, *CBC-RPS*, No. 0044/09, p. 26 y ss.

exacerbando así de un lado, el cortoplacismo de los accionistas⁸¹³ y, de otro, el problema de record capture⁸¹⁴ y el ocultamiento⁸¹⁵.

E) Aplicación práctica en España.

En la práctica, se ha tendido a normalizar el cumplimiento de la notificación a través del uso de los modelos estandarizados de notificación. En este sentido, ESMA ha publicado el 22 de octubre de 2015 un modelo de identificación que a pesar de su carácter voluntario se considera que ha de utilizarse por los supervisores del mercado pues proporcionará a los inversores información comparada de las participaciones significativas y simplificará el proceso para aquellos que estén sometidos al régimen de notificación. Consecuentemente, la CNMV ha adoptado la Circular 8/2015, de 22 de diciembre por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas de los consejeros y directivos y sus vínculos estrechos, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y otros modelos⁸¹⁶. El modelo I se refiere a la notificación de los derechos de voto de quienes no tengan la condición de consejero, pues a estos se les aplica el modelo II. En el modelo de notificación destaca la presentación desglosada del tipo de instrumentos financieros de liquidación física⁸¹⁷ o

⁸¹³ Se estima por HALDANE, *Bank of England report*, 2010 que el *high frequency trading* abarca el 30-40% del trading en acciones y futuros en Europa. La razón por el incremento no es solo la tecnología sino la reducción de los costes de transacción. Otros estiman que se elevaría a un 70% tanto en EEUU como Europa *vid.* en: <http://eschatonic.worldpress.com/2011/01/28/casinoworld-high-frequency-trading/>.

⁸¹⁴ ESMA RESPONSES, COMPUTERSHARE: *We have heard suggestions that high frequency trading ('HFT') has exacerbated concerns about empty voting. We are inclined to see this as a particularly prominent example of this second category, where shares are held over the voting entitlement date but subsequently disposed of before the actual shareholder meeting.(...), p. 3.*

⁸¹⁵ Ya hay propuestas, como la de KORSMO, C. R., "High-frequency trading: a regulatory strategy", *University of richmond law review*, vol. 48, p. 530, en defensa de un *audit trail* para detectar los integrantes en las operaciones: *Aiding both of these regulatory strategies will be a consolidated audit system ensuring that reliable and comprehensive information regarding HFT is generated in close to real time. A consolidated audit trail would allow regulators and private actors to rapidly reconstruct all trading activity and identify the parties responsible for each order. Such a system will enable the quick investigation of unusual market events and, if appropriate, the reliable assignment of liability to the responsible parties. It will also provide a valuable source of data for identifying emerging risks and designing new regulatory strategies to address those risk.*

⁸¹⁶ BOE, 27 enero de 2016

⁸¹⁷

por diferencias⁸¹⁸. Asimismo, cabe resaltar la norma cuarta relativa a los plazos de notificación que recogiendo lo estipulado en el art. 35 RD 1362/2007, establece la obligación de notificar en el plazo máximo de cuatro días hábiles bursátiles, a contar desde la fecha en que la persona obligada haya conocido o debiera haber conocido la circunstancia que da origen a la obligación de notificación. Con respecto a las operaciones de compraventa en mercado, el plazo empezará a contar no más tarde de los dos días hábiles bursátiles siguientes al de la transacción, mientras que para el resto de operaciones, el plazo contará desde el día hábil bursátil siguiente a la fecha en que surta efecto.

Al respecto de las notificaciones realizadas desde el 31 de marzo de 2016, fecha en que se obligaba a utilizar los modelos de la Circular 8/2015, se han comunicado varias posiciones significativas a través de instrumentos financieros cuya liquidación es por diferencias, predominando el recurso a equity *swaps* tal como se resume en la tabla 1. El recurso a este tipo de instrumentos se realiza por inversores institucionales extranjeros o entidades financieras extranjeras. En este sentido, destaca la estrategia del fondo *Blackrock Inc.* que combina el préstamo de valores y equity *swaps*, reproduciendo dicha combinación en las siete sociedades cotizadas del Ibex 35 donde ha invertido. Otra de las conclusiones que refuerza la práctica es que el recurso a estos instrumentos no pretende una adquisición de control pues la participación significativa se sitúa por debajo del 10%; si bien, cabe destacar como una excepción, las participaciones en FCC, pues son posteriores al anuncio de la OPA lo que puede ser una estrategia del opante

B 1: Instrumentos financieros según el Art. 13(1)(a) de la Directiva 2004/109/EC y art. 28.1 a) del RD 1362/2007				
Tipo de instrumento financiero	Fecha última de vencimiento^{xii}	Período de ejercicio o canje^{xiii}	Número de derechos de voto que pueden ser adquiridos si el instrumento es ejercido o canjeado	% de derechos de voto
		SUBTOTAL B.1		

818

B 2: Instrumentos financieros con efecto económico similar según el Art. 13(1)(b) de la Directiva 2004/109/EC y art. 28.1 b) del RD 1362/2007					
Tipo de instrumento financiero	Fecha última de vencimiento^{xii}	Período de ejercicio o canje^{xiii}	Liquidación física o en efectivo	Número de derechos de voto^{xiv}	% de derechos de voto
			SUBTOTAL B.2		

para reforzar su posición en FCC o de otros inversores que quieren beneficiarse de la toma de control.

ENTIDAD	denominación	% de derechos de voto atribuidos a las acciones			% de derechos de voto a través de instrumentos financieros	% de derechos de voto total	
		% Directo	% Indirecto	% Total (A)	% (B)	(A+B)	F.Registro Entrada CNMV
ACS	BLACKROCK INC.	0	2,994	2,994	0,236	3,23	24/06/2016
AENA	DEUTSCHE BANK, A.G.	2,129	0	2,129	2,263	4,392	27/06/2016
AENA	HSBC HOLDING S. PLC.	3,277	0	3,277	1,972	5,249	21/04/2016
AMADEUS	DEUTSCHE BANK, A.G.	1,815	0	1,815	3,031	4,846	17/06/2016
BBVA	BLACKROCK INC.	0	4,735	4,735	0,529	5,264	08/07/2016
DIA	BLACKROCK INC.	0	2,781	2,781	1,485	4,266	08/07/2016
FCC	DEUTSCHE BANK, A.G.	2,922	0	2,922	0,528	3,45	06/07/2016
FCC	TBC MASTER LP	0	0	0	5,953	5,953	08/07/2016
FCC	THE GOLDMAN SACHS GROUP, INC.	0	0,026	0,026	9,962	9,988	26/04/2016
FCC	THREE BAYS CAPITAL LP	0	0	0	5,953	5,953	08/07/2016
GRIFOLS	BLACKROCK INC.	0	2,209	2,209	0,794	3,003	12/07/2016
IBERIA- IAG	BLACKROCK INC.	0	2,209	2,209	0,794	3,003	12/07/2016
INDRA	FMR LLC	0	7,532	7,532	2,608	10,14	19/05/2016
MERLIN	BLACKROCK INC.	0	4,872	4,872	0,117	4,989	30/06/2016
BANCO POPULAR	BLACKROCK INC.	0	2,958	2,958	0,904	3,862	06/07/2016
SABADEL	BLACKROCK INC.	0	2,888	2,888	1,206	4,094	08/07/2016
SANTANDER	BLACKROCK INC.	0	4,961	4,961	0,038	4,999	06/07/2016

Tabla nº1: Notificaciones sobre instrumentos financieros según el art. 28 de 1326/2007⁸¹⁹.

⁸¹⁹ La tabla se ha elaborado en base a los datos que se proporcionan al la CNMV, disponibles en: <http://www.cnmv.es/porta/consultas/busqueda.aspx?id=7>

2. El hidden morphable owner y el mercado de control. El cómputo de los votos en Derecho de opas español y la incidencia del recurso al préstamo de valores y derivados financieros.

2. 1. Preliminar.

El recurso al *empty voting* por lo general se enmarca en el mercado de influencia, por lo que la estrategia se limitará al marco de la notificación de la participación significativa. No obstante, la estrategia de un *empty voter* puede mutarse hacia el control, lo que puede dar lugar a la acumulación de una participación en la sociedad en la sombra pero preservando la influencia de dicha posición⁸²⁰. Es decir, nos estamos refiriendo a una estrategia combinada de influencia y control de la sociedad a través del recurso a préstamos de valores y derivados llevada a cabo por un *hidden morphable owner*. El secretismo en la adquisición de la participación determina que el mercado no se percate de la intención de la toma de control por parte del futuro opante lo que puede contribuir a que el precio de la opa no sea equitativo, lo que, a su vez, puede dar lugar a una situación de abuso de mercado. Por este motivo, es relevante analizar el cómputo de votos para determinar la adquisición del control que obliga a formular la OPA por parte de un *empty voter* o *hidden morphable owner*.

En torno a la participación de control se necesita acudir al Derecho del Estado miembro pues la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (en adelante, Directiva 2004/25/CE) no define cuándo se produce la toma de control ni detalla el régimen de cómputo de votos de dicha participación. A la toma de control de una sociedad española, se le aplica el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, RDOPAS). La obligación de formular una OPA se produce cuando se alcanza una participación de control en virtud del art. 4, es decir, cuando se adquiere de manera individual o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella un porcentaje de voto igual o superior al 30%; o bien, aunque no alcance dicho porcentaje, se designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, un número de consejeros que, unidos, en su caso,

⁸²⁰ No obstante la doctrina reitera que el hecho de la cobertura de la posición no resulta en todo caso en que el inversor pretende alcanzar el control de la compañía o equivale a una actuación concertada, *vid.* MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...* ” p. 277.

a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

Una participación de control se puede obtener a través de las vías que enumera el art. 3 RDOPAS que son, en primer lugar, a través de la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad; en segundo lugar, mediante la formulación de pactos parasociales con otros titulares de valores, en los términos del artículo 5.1.b) RDOPAS; finalmente, como consecuencia de los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas establecidos en el artículo 7 RDOPAS. Con el fin de determinar la eventual inclusión del préstamo de valores y los derivados *equity* en el cómputo de los derechos de voto que suponen la adquisición del control, centramos el estudio en aquellos preceptos relevantes.

2. 2. Préstamo de valores.

El art. 5. 2 RDOPAS hace referencia a la inclusión en el cómputo de “*los derechos de voto procedentes de la titularidad dominical de las acciones, como los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual*”. Este apartado se ha descrito como el supuesto “básico”, en el que se determina una titularidad directa de acciones, que han de tener derecho de voto⁸²¹. Se entiende subsumible en el cómputo de la participación de control los votos obtenidos a través del contrato de préstamo de valores debido a que, tal como nos hemos referido en el capítulo segundo, es un préstamo simple⁸²², alejado del comodato a través del cual el prestatario adquiere la propiedad de los títulos o valores. Por lo tanto, el prestatario sería el titular dominical de las acciones.

2. 3. Los derivados equity.

A) El cómputo de los derechos de voto.

Los derivados *equity* no entran dentro del cómputo de la participación de control en todo caso pues el apartado cuarto del artículo quinto del RDOPAS limita el cómputo de los votos en supuestos de contratos derivados al momento en que se produzca la

⁸²¹ VIVES RUIZ, F., *Las operaciones de “public to private” en el derecho de opas español*, Thomson Reuters-Civitas, 2008, pp. 217 y ss.

⁸²² Con especialidades, en el sentido que los frutos-ales como, *dividendos*, primas de asistencia, derecho de asignación gratuita y de suscripción preferente son entregados como compensación al prestamista-, *vid.* ZUNZUNEGUI, F., “Novedades en el régimen jurídico del préstamo de valores”, *Revista de la contratación electrónica*, 56, 2005, p. 8 (2000, p. 624).

adquisición de las acciones que el instrumento de derecho adquirir. Por lo tanto, los derivados de liquidación física no serán susceptibles del cómputo hasta su efectiva liquidación. En este sentido, se hacía notar en el folleto de OPA sobre Jazztel que Orange tenía el derecho al ejercicio de opciones que le otorgarían un 14.804% adicional⁸²³.

Por el contrario, en el caso de los *swaps* sí serían objeto de adición a la participación del control aunque no se hubieran adquirido las acciones en virtud del apartado d) del art. 5. 1. RDOPAS. Este precepto recoge los supuestos de tenencia de acciones por persona interpuesta, estableciendo el supuesto general en el primer apartado. Se aleja de otras definiciones legales de interposición⁸²⁴ al definir persona interpuesta como “aquel tercero a quien la persona obligada a formular la oferta deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones”. El segundo apartado de la definición resulta relevante para nuestro objeto de estudio porque prevé el cómputo de los votos en casos de *equity swaps* ya que entiende incluidos “los derechos de voto correspondientes a acciones que constituyan el subyacente o el objeto de contratos financieros o permutas cuando tales contratos o permutas cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, en consecuencia, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta”. El precepto ha supuesto la equiparación de la *hidden morphable ownership* a través de *swaps* a la tenencia de acciones a través de personas

⁸²³ Vid. Folleto explicativo de la oferta pública de adquisición de acciones de jazztel p.l.c., p. 1.

⁸²⁴ No coincide con la que se establece en el art. 156 LSC: 1. Se reputará nulo cualquier acuerdo entre la sociedad y otra persona en virtud del cual ésta se obligue o se legitime para celebrar en nombre propio pero por cuenta de aquella alguna de las operaciones que en este capítulo se prohíbe realizar a la sociedad. Los negocios celebrados por la persona interpuesta con terceros se entenderán efectuados por cuenta propia y no producirán efecto alguno sobre la sociedad. De la cual se observa una semejanza con la letra b del 5.1 : los de las demás personas que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con ella. De otra parte, tampoco resulta equivalente a la definición de persona interpuesta que recoge el 24.2 b) del RD 1362/2007: Se considerará persona interpuesta, a los efectos del presente Real Decreto, aquella que en nombre propio, adquiera, transmita o posea acciones por cuenta de otra persona física o jurídica. Asimismo, se presumirá tal condición cuando se deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones, transmisiones o a la posesión de las acciones. : “Al encontrarnos en supuestos de contratos a plazo realizados por intermediarios financieros, los derechos de voto que pueden depender de las acciones que son el subyacente de los contratos a plazo y los efectos de la tenencia de los derechos de voto solo pueden computarse en la participación de control si se ha garantizado por el comitente al intermediario que se hará cargo de los riesgos que esta pueda entrañar”. Sobre la interposición, en general, SANCHEZ CALERO, *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Civitas, 2009, pp. 147-148, “el principio, persona interpuesta es un representante indirecto del propio eventual oferente, pero no es condición necesaria, ya que puede admitirse la posibilidad de que el titular de las acciones sea también un tercero con el que está en relación la persona interpuesta o sea que puede ser representante indirecto de una persona diversa al eventual oferente”, pp. 147-148

interpuestas⁸²⁵ con el fin de desglosar la participación para no tener que lanzar la OPA⁸²⁶. La razón que subyace a la imputación de los derechos de voto a la parte larga del *swap* no es tanto que la entidad cubra su posición con acciones sino que se traslada el interés económico asociado a dicha acción a la parte larga del *swap* y la parte corta tenderá a emitir el voto en el sentido que hubiere seguido la parte larga en el caso de que hubiere tenido las acciones⁸²⁷. En estos casos se manifiesta una tenencia de acciones de carácter indirecto ya que el titular formal (la entidad que aparece reflejada como legitimada registral y a su vez parte corta del *swap*) no ostenta la titularidad real de las acciones porque, a través del contrato de *swaps*, se ha trasladado el riesgo de la posición accionarial a la parte larga (titular económico)⁸²⁸. El recurso a *swaps* como vía para la toma de control de sociedades españolas se ha detectado en diversas ocasiones, por ejemplo, en la pugna por la adquisición de ENDESA, donde tanto E. ON, Enel como Acciona recurrieron a contratos de *swaps* para adquirir el control de manera indirecta sin recurrir a la OPA⁸²⁹. Asimismo, en la escalada hacia el control de Unión Fenosa, Gas Natural recurría a los *equity swaps* siendo la parte larga de varios contratos con distintas entidades⁸³⁰ así como también ACS tenía una participación indirecta gracias a

⁸²⁵ *In extenso*, MUÑOZ PEREZ, A. F., “El concepto amplio de concierto como presupuesto de la opa imperativa en Derecho español”, *RDS*, nº 30-1, BIB 2008\800.

⁸²⁶ ALEMANY EGUIDAZU, J., “Las personas interpuestas en los Mercados de Valores”, *RDBB*, nº110, 2008.

⁸²⁷ A este respecto, *vid.* ZETZSCHE, D., “Hidden ownership in Europe...”; DAVIES, P. L/ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' principles of modern company law*, Sweet & Maxwell, 2012; GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “Las reglas de cómputo de los derechos de voto en el régimen de opa obligatoria” en AA. VV. *Estudios de derecho mercantil: En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, 2010, pp. 1531-1568; FARRANDO MIGUEL, I., “Los indicadores de la adquisición del control y el deber de formular una OPA obligatoria” en JUSTE MENCIA, J., RECALDE CASTELLS, A., *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, págs. 59-84

⁸²⁷ La razón, propugnada por la doctrina inglesa, establece que la parte corta desplaza el interés económico a la larga, lo que hace intentar “complacer” al cliente inversor por lo que sigue las instrucciones de voto que le indica la parte larga, *vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Civitas, 2002, *op. cit.*, p. 179-180

⁸²⁸ GOMEZ-JORDANA, I., “Tipología de ofertas públicas de adquisición”, *RDMV*, nº 7, 2010, p. 6.

⁸²⁹ La parte corta del *swap* eran Caja Madrid, UBS y Mediobanca, seguían siendo accionistas de ENDESA pero “es poco probable que vayan utilizar su voto para ir en contra del futuro comprador de esa participación” la parte corta eran EOn, Enel y Endesa: Póngame un ‘*equity swap*’02-04-2007 , por Escribe Roberto Casado, Expansion.

⁸³⁰ Gas Natural ejecutará el miércoles sus derivados en Unión Fenosa, Cinco Días, 27-04-2009. Pg. 1-26 Los contratos los suscribió con societate generale, ubs, e inge en virtud de los cuales tendría derecho a adquirir 92.771.889 acciones.

los *swaps*⁸³¹. Últimamente, como ya se ha apuntado, en la preparación de la OPA sobre FCC se aprecia un incremento en el recurso a contratos *equity swaps*⁸³².

La dicción del precepto no ha estado exenta de críticas. En primer lugar, no se aclara el tipo de liquidación del contrato de derivados pues no es igual una liquidación por diferencias que una liquidación en especie donde sí se adquieren las acciones al finalizar el contrato. Por ello, se ha propuesto que se limite el ámbito del precepto a aquellos contratos bajo los cuales la parte larga del *swap* ejercite el voto bien directamente o instruyendo al intermediario o custodio⁸³³. Igualmente, se discrepa del tratamiento diferenciado entre las permutas y otros tipos de derivados que, tal como se ha apuntado, no entran en el cómputo de la participación de control en virtud del art. 5. 4 RDOPAS⁸³⁴. No se ha indicado que la razón por la que no se hace distinción al tipo de contrato sino al efecto que produce el contrato es debido a que la persona que concierta un contrato de *swaps* presume que la contraparte va a cubrir el contrato a través de la compra de las acciones que figuran como subyacente. Esto le asegura una influencia fáctica sobre dichas acciones ya que, de un lado, la entidad, al estar desprovista de riesgo económico, no tiene por qué ejercitar el voto en sentido contrario al interés del cliente con independencia de que en el contrato se exprese la libertad del ejercicio del voto. Al mismo tiempo, el hecho de que la parte corta cubra su posición mediante la compra de las acciones equivaldría a una suerte de bloqueo de dichas acciones de tipo negativo, en tanto que se aseguran que otros inversores no las vayan a poder adquirir. Ello no obsta para que, una vez finalizado el contrato por diferencias, la parte larga pueda adquirir las acciones que le sirvieron de cobertura a la entidad en tanto que pueden modificarse los términos de la liquidación del contrato⁸³⁵.

En última instancia, para el resto de supuestos de contratación de derivados *equity*, podría valorarse el encaje de los derivados *equity* en el apartado a) del art. 5.1 RDOPAS, como acontece con el préstamo de valores. Este apartado tendría una función de cajón de sastre dada su amplitud, pues el precepto hace referencia a los derechos de

⁸³¹ EUROPA PRESS, 9/1/2008.

⁸³² El contrato ha sido notificado por TBC Master LP pero no se indica la titularidad indirecta del mismo, así como un contrato de préstamo de valores por Goldman Sachs.

⁸³³ GOMEZ-JORDANA, I., MARTIN DE NICOLÁS, G., SAAVEDRA, J., “Tipología de ofertas públicas de adquisición”, *RDMV*, nº 7, 2010, p. 6.

⁸³⁴ VIVES RUIZ, F., *Las operaciones de “public to private...”*, *op. cit.*, p. 217.

⁸³⁵ GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “Las reglas de cómputo...”, *op. cit.*, p. 1565-66.

voto que se disfruten por concepto de los derechos reales sobre acciones o cualquier otro supuesto en que mediante contrato el derecho de voto no se ejerza por el titular de la acción, de lo que se desprende que cabría su asimilación a los casos de disociación entre el voto y el interés económico mediante un contrato⁸³⁶. En efecto, tal como se ha puesto de manifiesto en el capítulo tercero, los derivados *equity* consiguen dicha disociación de la titularidad formal y real además del interés económico y el derecho de voto⁸³⁷.

B) La actuación concertada en el marco de operaciones con derivados equity.

Una vía alternativa a analizar es la referente a aquellas situaciones en las que varios inversores se sitúan por debajo de los umbrales de notificación de participaciones significativas, pero alcanzan de *facto* una posición de influencia o incluso de control de manera encubierta a la combinación con el recurso a derivados o préstamo de valores.

Nos referimos a la estrategia activista denominada *Wolf pack activism* o activismo simbiótico. La estrategia directa se caracteriza porque un inversor actúa como “el jefe de la manada” mientras que otros activistas se unen al líder como “miembros de la manada”⁸³⁸ y se distingue un comportamiento común paralelo que puede influenciar hasta alcanzar el control en base a su participación. Este tipo de campañas activistas han resultado satisfactorias en EEUU debido a que la coordinación optimiza la estrategia con respecto a la actuación de un activista en solitario⁸³⁹, tal como, por ejemplo, ocurrió en la toma de control de *Allergan* por parte de *Valleant* y *Pershing square*⁸⁴⁰. Este tipo de activismo puede potenciarse con el recurso al *empty voting*, es decir, que varios *empty voters* mediante un “comportamiento conscientemente paralelo”⁸⁴¹ “fuercen que se adopte un acuerdo en la junta general sin riesgo o bien que lleven a cabo la influencia en la sombra a través de la *hidden ownership*.”

⁸³⁶ Alertando la doctrina que este tipo de posición en la sociedad no tiende a la permanencia, que puede que el recurso, no tenga como fin el control de la sociedad, no obstante, es la vía necesaria para conseguir que aquellos casos que si se utilicen para ese fin no sorteen el régimen de opas, es decir, son ““fórmulas negociales que incidían no sobre la titularidad de las acciones sino sobre el ejercicio de sus derechos de voto”, GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “Las reglas de cómputo...”, cit. p. 1550.

⁸³⁷ Sobre la equiparación, *vid.*, FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”.

⁸³⁸ BRIGGS, T. W., “Corporate governance...”, *op. cit.*, p. 2006.

⁸³⁹ “Holding constant total activist ownership, the presence of a lead activist increases the probability of successful activism due to improved coordination among activist” en BRAV, A., DASGUPT, A., y MATHEWS, R. D., *Wolf Pack Activism*, 2016, *Robert H. Smith School Research Paper*, nº 2529230.

⁸⁴⁰ Las inversiones de Carl Icahn y Pershing Square en *Herbalife Ltd.*, *JANA Partners* y *Elliott Management* en *Juniper Networks, Inc.* y *Third Point* en *Marcato y Sotheby's*.

⁸⁴¹ LEE, M., “Empty voting: private solutions...”, *op. cit.*, p. 898.

A su vez, esta operación puede llevarse a cabo de manera indirecta lo que se ha acuñado como “*service strategy*”⁸⁴². Un inversor activista que quiere eludir las reglas de transparencia contrata con una entidad (*core intermediary o leading investment bank*) un contrato de derivados, por ejemplo, un *equity swap* pero la entidad compra las acciones siempre en un porcentaje inferior para evitar la comunicación de la participación. Con el fin de acumular una participación mayor, la entidad, a su vez, entra en contratos de derivados con otras entidades, que también compren acciones igualmente por debajo del umbral de notificación. En este supuesto de *wolfpack*, la posición en la sociedad del inversor activista (*hidden morphable owner*) comprende las eventuales acciones que detente directamente y las que ostenta de manera indirecta a través de la entidad “*core intermediary*”⁸⁴³.

En cualquiera de los dos supuestos anteriores, se habrá de examinar si el comportamiento paralelo y unificado que supone una estrategia de *Wolf pack activism* que se puede combinar con el comportamiento paralelo de varios *empty voters*⁸⁴⁴ es equiparable a una actuación concertada, teniendo en cuenta que el primer obstáculo que debe superarse es el de probar que estos acuerdos informales o prácticas paralelas son una actuación concertada. El segundo obstáculo se refiere a la dificultad para encuadrar estas situaciones como una actuación concertada pues, en la Unión Europea, el principio de armonización mínima de la Directiva 2004/25/EC determina que la actuación concertada se define como - d) «*personas que actúen de concierto*»: las personas físicas o jurídicas que colaboren con el oferente o con la sociedad afectada en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin, bien de obtener el control de la compañía afectada o bien de impedir el éxito de la oferta; (...) 2. A efectos de la letra d) del apartado 1, las personas controladas por otra persona según el artículo 87 de la Directiva 2001/34/CE (12) se considerarán personas que actúan de concierto con dicha persona y entre sí- no ha sido incorporada por todos los Estados de ese modo,

⁸⁴² Para ZETZSCHE, D., “Hidden ownership in Europe...”, *op. cit.*, cuando son varios los activistas los que llevan la estrategia la denomina *equity strategy*.

⁸⁴³ En relación a los contratos *cash settled* en general, *vid.* CONAC, P. H., “Cash-settled derivatives...”, p. 32; en particular, respecto al *Wolf pack activism*, *vid.* ZETZSCHE, D., “Hidden ownership in Europe...”, *cit.*

⁸⁴⁴ LEE, M., “Empty voting: private solutions...”, *op. cit.*, p. 888-889.

sino que ha habido ordenamientos donde se aprecia la incorporación de aspectos de la definición de concierto en la Directiva de transparencia⁸⁴⁵.

En nuestro ordenamiento, los Art. 128 TRLMV y art. 3. 1 b del ROPAS indican que otro de los medios que obligan a formular una OPA al alcanzar el control es mediante pactos parasociales con otros titulares de valores⁸⁴⁶. En concreto, el art. 5. 1. B establece que la actuación en concierto se da “cuando dos o más personas colaboren en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada. Se presumirá que existe concierto cuando las personas hubieran alcanzado un pacto de los señalados en el artículo 112 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁸⁴⁷, destinado a establecer una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma, así como cualquier otro que, con la misma finalidad, regule el derecho de voto en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva o delegada de la sociedad”.

El precepto se ha basado en la noción de la letra d del art. 2. 1 de la Directiva 2004/25/CE, es decir, que la finalidad del pacto es la obtención del control de la sociedad afectada. En relación a la forma del pacto se aprecia, en primer lugar, la libertad de forma en tanto que comprende cualquier tipo de acuerdo ya sea expreso o tácito, verbal o escrito. Por lo que respecta a cuáles son los pactos que implican una actuación concertada, el precepto establece una presunción *iuris tantum* al considerar que comprenden los pactos parasociales de los arts. 530 a 535 LSC, aunque limita la presunción a aquellos pactos⁸⁴⁸ que se refieran al establecimiento de una “política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma”. Además se añade que la concertación puede establecerse en otros pactos (no parasociales (518 LSC)) cuyo fin sea influir en la

⁸⁴⁵ A su vez se le añade que la Directiva de adquisiciones contempla una definición de acción en concierto, se puede concluir que la actuación en concierto en Europa no es homogénea- Entre otros autores, *vid.* SCHOUTEN, M. C., SIEMS, M., “The Evolution of Ownership Disclosure ...”, cit. , p. 30 sobre la ambigüedad del término *acting in concert*.

⁸⁴⁶ Se hace referencia a los pactos parasociales con «otros titulares de valores», con clara referencia los efectos de control sobre el voto derivado de la suscripción de derivados, *Vid.* MUÑOZ PEREZ, A. F., “El concepto amplio de concierto...”, p. 5.

⁸⁴⁷ En la actualidad, se recogen en los arts. 530 a 535 LSC.

⁸⁴⁸ Se entiende que se trata de pactos parasociales en la sociedad que se verá afectada por la OPA —en paralelo, el art. 24. 1 del RD 1362/2007 y conf. 2. 3 RD 1442/2001 , *vid.* TAPIA HERMIDA, A., ALONSO LEDESMA, C., y RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “OPAs obligatorias...”, p. 200.

gestión de la sociedad y que regulen el derecho de voto en el consejo de administración o en la comisión ejecutiva o delegada de la sociedad⁸⁴⁹.

A la vista de la regulación de la actuación concertada en nuestro ordenamiento, no parece muy clara la asimilación de una eventual estrategia de *wolfpack activism* a uno de los acuerdos descritos en el art. 5. 1. B RDOPAS ya que resulta complicado obtener los medios de prueba que determinen que una estrategia de *wolfpack activism* sea una actuación concertada. En efecto, ya sea en la *service strategy* en la que no figura en los contratos de derivados el acuerdo de ejercicio del voto de conformidad al interés de la parte larga; o bien, en una estrategia de *wolfpack activism* directa donde varios activistas sigan a otro activista como líder en una estrategia de inversión en una compañía. Este caso resulta difícil encuadrarlo como pacto pues obedece más a una conducta paralela de manera puntual al no quedar constancia de un eventual acuerdo entre las partes.

A pesar de estas dificultades probatorias, se ha defendido que, en la *service strategy*, la actuación concertada parte de la adquisición de acciones como cobertura de manera coordinada. Se distingue que el eventual acuerdo entre la entidad y el *hidden owner* puede obedecer a una estrategia de desagregación de la participación por lo que sería subsumible en el ámbito de la norma, en tanto que la contratación de varios *swaps* implicaría la compra de acciones como cobertura de manera coordinada⁸⁵⁰. No obstante, resulta complicado demostrar que la compra ha sido concertada, ya que puede limitarse a ser una práctica paralela no intencional en tanto que las partes cortas del *swap* hayan coincidido inconscientemente en la compra de acciones cuando suele ser el método habitual de cobertura pero no el único, con independencia de que la parte larga espera que así actúen⁸⁵¹. Asimismo, con independencia de que las entidades voten en el sentido que el *wolfpack leader* (parte larga del *equity swap*) determine tampoco resultaría fácil distinguir que están actuado “por cuenta” o “de forma concertada con ella” pues en los contratos suele hacerse referencia a que la entidad vota las acciones en el sentido que estime conveniente. En consecuencia, habida cuenta de los obstáculos probatorios, con

⁸⁴⁹ “se tendrá que tener en consideración el eventual ejercicio por parte del consejo de la facultad de autorregulación y su reflejo en el informe anual de buen gobierno” 116. 4 c lmv, , *vid.* TAPIA HERMIDA, A., ALONSO LEDESMA, C., y RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “OPAs obligatorias...”, p. 205.

⁸⁵⁰ ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “Las reglas de cómputo...”, *op. cit.*, pp. 1552-1553.

⁸⁵¹ *Vid.* último en defensa de la posible incardinación de un acuerdo puntual como pacto parasocial, MARTINEZ ROSADO, J., Pactos parasociales, Marcial Pons, 2017, pp. 282 y ss.

independencia de que el pacto no fuere escrito, al estar regulándose el sentido del voto podría ser un ejemplo de actuación concertada pues el precepto alude a un pacto ya sea expreso o tácito, que tanto puede ser verbal o escrito⁸⁵². En caso de que así fuere, en virtud del art. 3.3 RD 1066/07, el obligado a formular la opa será quien de manera directa o indirecta tenga el mayor número de votos. Si varios participantes tuvieran el mismo porcentaje de votos deberían realizar una opa conjunta⁸⁵³, pues entendemos que en nuestro caso se le atribuirían los derechos de voto al *Wolf pack líder* ya que la estrategia de cobertura tiene origen en el contrato de derivados con el *core intermediary* o entidad con quien contrató el swap inicial.

De manera análoga, los supuestos de *Wolf pack activism* directo resulta igualmente complicado encuadrarlos en una actuación coordinada. En este tipo de estrategia se distinguen conductas coincidentes y paralelas entre varios activistas pero no obedecen necesariamente a una plan de adquisición de acciones previo para la toma de control de la compañía, por consiguiente, no ha habido un acuerdo previo relativo al concierto⁸⁵⁴ o al ejercicio del voto de manera coincidente. En efecto, el *Wolfpack líder* es quien comienza la estrategia y le siguen otros activistas mediante la adquisición de una posición significativa, votando de manera puntual en algunas juntas al igual que el *Wolfpack líder*. Con carácter general, no se aprecia que exista un pacto para alcanzar el control de la sociedad target sino un mero *gentleman agreement* u obligación de palabra de honor de la cual no nacen obligaciones sino que se intercambian opiniones sobre la sociedad en la que invierten⁸⁵⁵. Pues bien, este tipo de acuerdos no serían un pacto parasocial ya que no pretenden generar una vinculación entre las partes al no nacer ni derechos ni obligaciones entre los mismos pues se limitan a meros intercambios de opiniones sobre la compañía; salvo que se materialicen a través de un pacto parasocial

⁸⁵² Se ha pronunciado en este sentido, MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, p. 280. Situación similar ocurre en los ADS, en este sentido, vid. MARCOS, F., *Las depositary shares*, Civitas, 2007, p. 367, “el contrato de ADS como mecanismo de interposición fiduciaria en el ejercicio de los derechos sociales, con el objetivo de transmitir el resultado del ejercicio al titular de las ADS. Es un pacto externo y ajeno al estatuto de la sociedad extranjera, se vacía el contenido de la posición del banco depositario como accionista, para ceder de manera indirecta y mediata el resultado del ejercicio de los derechos sociales al titular de la ADS –pass through-. Se entiende que solo en sentido amplio puede considerarse que a través del programa a ADR se establece un sindicato de accionistas, ya que en principio si el titular de la ADS ejercita los derechos que como tal le asisten no tiene por qué existir la actuación en común que típicamente caracteriza del sindicato de accionistas”.

⁸⁵³ Como ejemplo, OPA Sociedad general de aguas de Barcelona, vid. TAPIA HERMIDA, A., ALONSO LEDESMA, C., y RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “OPAs obligatorias...”, p. 2012.

⁸⁵⁴ ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “Las reglas de cómputo...”, *op. cit.*, p. 1554.

⁸⁵⁵ ALONSO LEDESMA, “Voz: Pacto para social” en ALONSO LEDESMA, C. (Dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel, p. 855.

sobre la gestión de la sociedad que entonces sí los vincularía jurídicamente⁸⁵⁶. Dada la dificultad para obtener pruebas sobre una posible concertación, cabría presumir la concertación cuando la actuación de los activistas no es autónoma desde el punto de vista empresarial y económico y la única justificación a su actuación se debe al acuerdo entre las partes en la concertación⁸⁵⁷.

Asimismo, en la Unión Europea se constata una tendencia en favor de la cooperación entre los accionistas, pues la Comisión Europea, en el Informe sobre la aplicación de la Directiva 2004/25/CE, concluyó que era necesario la aclaración del concepto de actuación concertada a través del desarrollo de una serie de instrucciones al respecto o “*guidelines*”. En este sentido, ESMA ha aclarado qué se entiende por la actuación en concierto⁸⁵⁸, estableciendo una “lista blanca” sobre aquellas actuaciones entre accionistas que no implicarían una actuación concertada *per se* y por ende la formulación de una OPA obligatoria⁸⁵⁹:

When shareholders cooperate to engage in any of the activities listed below, that cooperation will not, in and of itself, lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert:

- 1. entering into discussions with each other about possible matters to be raised with the company’s board;*
- 2. making representations to the company’s board about company policies, practices or particular actions that the company might consider taking;*
- 3. other than in relation to the appointment of board members, exercising shareholders’ statutory rights;*
- 4. other than in relation to a resolution for the appointment of board members and insofar as such a resolution is provided for under national company law, agreeing to vote the same way on a particular resolution put to a general meeting.*

Como se desprende del precepto, no implica una actuación concertada el ejercicio de otros derechos que no sean la designación de consejeros por lo que no será actuación

⁸⁵⁶ ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “Las reglas de cómputo...”, *op. cit.* p. 1560, MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, *op. cit.* 280.

⁸⁵⁷ *Ibid.* cit. p. 1554-1555.

⁸⁵⁸ ESMA, *ESMA clarifies shareholder cooperation in takeover situations*, 2013-2014.

⁸⁵⁹ Ha sido actualizada en 2014: Public statement containing information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive - 1st update (Ref. 2014/677).

concertada sino más bien cooperación en el ejercicio del voto de común acuerdo sobre un asunto determinado en la junta general. Por este motivo, podemos concluir que desde la Unión Europea se está fomentando la cooperación en supuestos de activismo. El problema de la lista blanca es que no se detiene a distinguir aquellas situaciones de cooperación accionarial entre accionistas puros y la cooperación entre accionistas que han recurrido a técnicas de *decoupling* que puede tener efectos adversos para la sociedad. Entendemos que la admisión de la cooperación accionarial poniendo como único límite la concertación no es suficiente habida cuenta de la dificultad para encuadrar el *wolfpack activism* en una actuación concertada para la toma de control de la compañía⁸⁶⁰.

En este sentido, en EEUU se aprecia una corriente para invalidar estas conductas a través del recurso al Derecho de la competencia⁸⁶¹. No obstante esta medida resulta de difícil implantación en España pues se ha manifestado la imposibilidad de equiparar estas conductas paralelas a las prácticas concertadas en Derecho de la competencia⁸⁶² ya que en el mercado de valores se distingue una uniformidad en el comportamiento de los inversores dadas las limitadas alternativas que tienen a su alcance, mientras que en el marco empresarial la conducta uniforme dadas las alternativas que existe si obedecerían a un acuerdo de concertación⁸⁶³. Otra vía para prevenir estas conductas es la implantación de medidas defensivas antiopaca como son las “*second generation poison pill*”⁸⁶⁴ llevadas a la práctica en EEUU que tendremos oportunidad de analizar en el capítulo cuarto. La incorporación a los estatutos de esta previsión logra que se eviten

⁸⁶⁰ SCHOUTEN, M. C., SIEMS, M., “The Evolution of Ownership Disclosure ...”, *op. cit.*, p. 30, “*It is important to avoid a definition that is overly broad. Otherwise, ownership disclosure rules (mandatory bid rules) risk stiffening communication between shareholders whose aim is merely to coordinate their monitoring efforts, not to gain control over the firm*”.

⁸⁶¹ TEVLIN, W. R., “The Conscious Parallelism of Wolf Packs: Applying the Antitrust Conspiracy Framework to Section 13(d) Activist Group Formation”, *Fordham Law Review*, 2016. En Europa, ZETZSCHE, D. A., “Challenging Wolf Packs: Thoughts on Efficient Enforcement of Shareholder Transparency Rules”, *CBC-RPS*, No. 0044/09. ha propuesto la implantación de una suerte de programa de clemencia con el fin de desenmarcar supuestos de wolfpackactivism, acuñada como un “*reward model*”, donde se establezca una “*whistleblower reward policy*”, que implica otorgar al primero que notifique una posición secreta un *Premium*, pues sería altamente improbable que de otro modo fueren a notificar la operación.

⁸⁶² En contra, *vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., *Limitación ...*, p. 84; también MUÑOZ PEREZ, A. F., “El concepto amplio de concierto...”, nota a pie 75, donde se estudia la actuación concertada en Alemania que llegan a las mismas conclusiones.

⁸⁶³ GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., *Limitación ...*, p. 84.

⁸⁶⁴ NATHAN, C., “Second Generation Advance Notice Bylaws and Poison Pills”, *HLSFCG*, 22 abril 2009, disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/04/22/second-generation-advance-notice-bylaws-and-poison-pills/>

tomas de control pues se amplía la definición de *beneficial ownership* al incluir los contratos de derivados que provean interés económico de las acciones. Con ello se consigue que no se transmitan las acciones a las entidades (“manos amigas”) a través de la contratación de *equity swaps* y cuando se pretenda adquirir el control de la compañía, finalicen los contratos.

3. El negative voter y las ventas en corto: Reglamento 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 y posiciones cortas/netas.

La relación de las ventas en corto con el *decoupling* es que la exposición al riesgo afecta a los incentivos para ejercer el derecho de voto. El Reglamento 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 (en adelante, Reglamento 236/2012) al hacer transparente las posiciones netas negativas, puede ayudar a prevenir la aparición del *empty voting*⁸⁶⁵ en aquellos casos de sobre cobertura de riesgo o *negative voting*. Estamos ante un Reglamento con un ámbito muy restringido, pues una venta en corto no comprende ni al préstamo de valores⁸⁶⁶, ni a los programas de recompra o *repos*, ni derivados tal como recoge el art. 2⁸⁶⁷. Como resultado, la reglamentación sobre las ventas en corto no alcanzará ciertas posiciones extremas de *negative voting* por lo que no hará transparente todas ellas⁸⁶⁸. A mayor abundamiento, éste puede ocurrir sin una posición corta o “*net short position*”. Un ejemplo de lo anterior se daría cuando un accionista se encuentra en una posición de conflicto de interés en el ejercicio del derecho de voto al tomar prestadas acciones de una compañía

⁸⁶⁵ Respecto a EEUU tanto KATZ en EEUU como SHAW en Canadá hacen referencia a que hay que comunicar las partes cortas (short side derivatives, borrowed shares). Una comparación EEUU y UE, *vid.* SCHOUTEN, M C., *The Mechanisms...*, *op. cit.*

⁸⁶⁶ Una crítica al respecto, *vid.* RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-*Decoupling*...”, p.56.

⁸⁶⁷ «Venta en corto»: En relación con una acción o un instrumento de deuda, toda venta de los mismos sin que el vendedor los posea en el momento de cerrar el contrato de venta, incluso en el caso de que, en el momento de cerrar el contrato de venta, el vendedor haya tomado en préstamo, o acordado tomar en préstamo, la acción o el instrumento de deuda para su entrega en la fecha de liquidación. En esta definición no se incluyen:

- i) la venta por una de las partes en el marco de un pacto de recompra en virtud del cual una de las partes haya acordado vender a la otra un valor a un precio especificado con el compromiso de la otra parte de volver a vender el valor en una fecha posterior y a otro precio especificado, ni
- ii) la transmisión de valores en el marco de un acuerdo de préstamo de valores, ni
- iii) la celebración de un contrato de futuros u otro contrato de derivados en virtud del cual se acuerde vender valores a un precio especificado en una fecha futura;

⁸⁶⁸ CLOTTENS, C., “Empty Voting...”, *cit.* p. 462; se ha considerado que las ventas en corto pueden formar parte de una estrategia de *empty voting*, *vid.* NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, p. 246. Mientras VANNESTE, K., “*Decoupling Economic Rights...*”, *op. cit.*, p. 73 considera que el sentido de la norma es tanto el emisor y los inversores conocerán aquellos inversores que ejercen el voto con un interés negativo en la sociedad.

y tiene una posición significativa en otra sociedad, que es parte en una fusión entre las dos sociedades⁸⁶⁹.

A su vez, se ha criticado la dificultad en la aplicación a supuestos de *decoupling* ya que el Reglamento 236/2012 se basa en la perspectiva de la estabilidad del mercado, mientras que las nuevas formas de voto a través del *decoupling* su regulación se centra en el gobierno corporativo y la protección del inversor⁸⁷⁰. Aunque también se ha apuntado que el Reglamento dificulta la propiedad oculta o *hidden ownership* pues alerta a las sociedades y al mercado de un eventual activismo de los *hedge funds* que no se refiere en el riesgo financiero del *hedge fund* como puede ser el caso de tomar una posición corta en previsión de la acción baja de precio⁸⁷¹. También resulta relevante que el grado de transparencia se refleje en dos niveles, es decir, las posiciones más bajas se notifican de forma privada, mientras la posición de umbral más alto ha de notificarse al mercado, pretendiendo equilibrar de esta forma los beneficios de comunicar las posiciones cortas y los efectos adversos en el mercado. En efecto, la transparencia puede provocar que se reduzcan las ventas en corto en el mercado pues al comunicarse, pueden ser neutralizadas por otros inversores que tomen posiciones adversas⁸⁷².

En atención al deber de notificación, el art. 5 del Reglamento 236/2012 establece la obligación de informar sobre la posición corta neta en acciones a la autoridad competente pertinente siempre que la posición neta alcance o descienda a un porcentaje igual al 0,2 % del capital en acciones emitido de la sociedad afectada y cada tramo del 0,1 % por encima de dicho porcentaje. Respecto al cálculo de la posición corta neta, este se realiza a través de la compensación⁸⁷³, deduciendo la posición corta que mantenga en relación al capital de una sociedad a la posición larga. Este neteo ha suscitado críticas ya

⁸⁶⁹ CLOTTENS, C., “Empty Voting...”, *op. cit.*, p. 463.

⁸⁷⁰ RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-*Decoupling*...”, p. 56.

⁸⁷¹ NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, p. 248.

⁸⁷² “*Disclosure of short selling to the public can provide data to the market about the impact of short selling on prices, and can therefore contribute to more efficient pricing of stocks. However, this potential benefit has to be weighed against the possible deleterious effects that might result. Fearing that other players in the market may take opposite positions to frustrate its short selling strategy, a potential short seller may seek to avoid public scrutiny of its actions, and as a result might refrain from short selling entirely, or seek other mechanisms to fulfil its aims*”, *vid.* PAYNE, J., “The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe”, *EBOR*, vol. 13, n° 13, p. 437.

⁸⁷³ Art. 3. 4: A efectos del presente Reglamento, la posición restante tras deducir, de la posición corta que una persona física o jurídica mantenga, en su caso, en relación con el capital en acciones emitido de una sociedad, la posición larga que esa persona mantenga, en su caso, en relación con dicho capital, se considerará una posición corta neta en relación con el capital en acciones emitido de la sociedad de que se trate.

que resulta insuficiente al no declarar la posición larga y corta sino sólo la comunicación de la posición neta⁸⁷⁴. El incumplimiento de la notificación acarreará la imposición de la sanción que establezca el Estado miembro, la AEVM publicará y actualizará en su sitio web una lista de las sanciones, incluidas medidas administrativas, por Estado miembro⁸⁷⁵.

4. Los *insiders*, abuso de mercado y *decoupling*.

La doctrina no es unánime ante la protección que puede resultar del Reglamento de abuso de mercado, puesto que el *empty voting* no es un problema específico de *insider dealing* o manipulación del mercado⁸⁷⁶. No obstante, cabría señalar que el art. 19 dada la exigencia que se impone a los directivos de comunicar al emisor “*toda operación ejecutada por cuenta propia relativa a acciones o instrumentos de deuda de dicho emisor - que hayan solicitado u aprobado la admisión a negociación de sus instrumentos financieros en un mercado regulado-, instrumentos derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellos*”, éste habrá de notificarla sin demora en un plazo máximo de tres días hábiles a partir de la fecha de la operación. Si bien, dicha notificación se aplicará una vez que el importe de las operaciones haya superado los siguientes umbrales dentro de un año natural:

⁸⁷⁴ Por el contrario, como ya se ha analizado en la reforma de la Directiva de transparencia se obvian las posiciones cortas, y la agregación es solo de posiciones largas, *vid.* FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”, *cit*;

⁸⁷⁵ [Administrative measures and sanctions](#) applicable in Member States to infringements of Short Selling Regulation.

⁸⁷⁶ En este sentido, CLOTTENS, C., “Empty Voting...”, *op. cit.*, p. 481. En contra ESMA- City of London Law Society: “*We believe that it is likely too be most appropriate to use the market abuse regime to target unacceptable behaviour, to deal with situations which occur relatively infrequently, are fact specific and require judgement to determine whether the behaviour falls below acceptable standard.* También, SCHOUTEN, M C., The Mechanisms...”, *op. cit.*, proclama “*As such, they could provide inspiration for possible expansion of the Directive's disclosure obligations, the need for which becomes clear*”. Mientras que en EEUU, *v.* KARMELE, R. S., “Voting Power Without Responsibility...”; En derecho comparado, *v.* KARMELE, “Voting power without responsibility or risk...”, *op. cit.*, SULLIVAN, B. T., “CSX Corp *v.* Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership”, nº87, *N.C. L. Rev.*, 2009. Kahan Rock abogan en línea como HU por la disclosure, Katz sobre shortselling. No obstante, en la consulta ESMA, el gestor Hermes *equity* defiende que no se ejerza el voto de las acciones tomadas en préstamo como cobertura o colateral pues es una suerte de abuso de mercado- ESMA, *Call for evidence on empty voting*, 2011/288, contestación de Hermes, disponible en: [HERMES EQUITY 0.PD](#): “*We believe that establishing this rule would go a long way to removing the current degree of concern about empty voting. We believe that voting borrowed stock is market abuse because a party is attempting to exercise the rights of ownership without paying the market price for ownership. The market price thus cannot adjust to reflect this control seeking behaviour. The bulk of the market is thus misled as to the appropriate value for the shares*”; una posición semejante formula AVIVA a la citada consulta- ESMA, *Call for evidence on empty voting*, 2011/288, contestación de AVIVA, disponible en: [4-AVIVA.PDF](#).

- Se aplicará lo dispuesto en el apartado 1 a toda operación subsiguiente una vez alcanzado un importe total de 5 mil€ dentro de un año natural. El umbral se calculará mediante la suma sin compensaciones de todas las operaciones a que se refiere el apartado 1.
- Una autoridad competente podrá decidir aumentar el umbral establecido en el apartado 8 hasta 20 mil EUR, para lo que informará a la AEVM de su decisión y de la justificación de la misma, con referencia específica a las condiciones del mercado, para adoptar un umbral más elevado antes de su aplicación. La AEVM publicará en su sitio web la lista de umbrales aplicables de conformidad con el presente artículo y las justificaciones dadas por las autoridades competentes respecto de tales umbrales.

Otras posibles prácticas relacionadas con el *decoupling* que pueden constituir abuso de mercado son, de una parte, el eventual recurso masivo a derivados que puede provocar un descenso del *free float* y el aumento del precio de la acción⁸⁷⁷; de otro, en el contexto de la toma de control de una compañía, el hecho de que se alcance dicha posición de control en la sombra a través de una estrategia de *hidden ownership*⁸⁷⁸ puede asimilarse a la manipulación de precios en tanto que la estrategia de control pasa desapercibida por el mercado. En efecto, alcanzar una posición de control en la sociedad de manera oculta supone que el mercado no aprecia la intención del *hidden owner* de formular una opa y, por consiguiente, el precio de la acción se mantendría estable pero reduciendo e incluso eliminando el *premium* que ha de pagarse en la OPA. Tal como establece la Directiva de Opas en el art. 5, estaríamos ante un precio de OPA bajo, así como también evita que los competidores puedan formular una propuesta alternativa⁸⁷⁹.

⁸⁷⁷ ESMA-HERMES: *In fact, new financial instruments are increasingly used by investors in order to escape from the traditional categories of securities (i.e. ordinary shares, depositary receipts, etc.) that trigger an obligation to disclose voting rights under the Transparency Directive. Some practices may even come close to market abuse, when such financial instruments are used to squeeze the free float of the underlying shares and thus increase their market price.* También, hasta se ha planteado el recurso al préstamo de valores como una situación de abuso de mercado.

⁸⁷⁸ HSFB: Recomendando: *Managers should document arrangements with other parties (e.g. other managers) together with which it has adopted a “lasting common policy towards the management of the issuer in question”.* □ *Relevant disclosures should take place if disclosure thresholds are exceeded, accounting for collective share ownership of all parties involved, p. 31.* No obstante, no son partidarios de establecer al respect, por ejemplo, del recursos a derivados, medidas diferentes, especiales para *hedge funds*: *However, the voluntary adoption of enhanced disclosure requirements by hedge fund managers (or any other particular sector of the market) would cause distortions in the market place because they would not apply to all market participants but only to hedge fund managers, p. 32.*

⁸⁷⁹ REPORT FROM THE COMMISSION COMMISSION STAFF WORKING PAPER IMPACT ASSESMENT {COM(2011) 683 final}, {SEC(2011) 1280 final}, p. 19

III. EL RÉGIMEN DE IDENTIFICACIÓN DEL ACCIONISTA.

1. EL DERECHO A IDENTIFICAR AL ACCIONISTA Y LA INCIDENCIA DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA.

1. 1. Introducción.

Tal como hemos analizado anteriormente, el régimen de comunicación de las participaciones significativas no permite dar a conocer la estructura accionarial completa de una sociedad, pues ni hace transparente la posición de aquellos que se encuentren por debajo de los niveles de comunicación ni tampoco consigue detectar los supuestos de *negative voting*. El hecho de conocer la identidad accionarial permite crear una imagen real de la estructura societaria, lo que constituye un elemento clave para monitorizar el eventual buen gobierno de la sociedad. En lo que sigue, procederemos a constatar que no basta con conocer quien aparece como accionista de la compañía sino también quién tiene acceso a los derechos de voto de manera directa o indirecta; de este modo, se podrá conocer la verdadera estructura de la sociedad⁸⁸⁰ y captar así las manifestaciones de *empty voting*⁸⁸¹.

Hemos de partir recordando la relevancia del sistema de registro de valores en relación nuestro objeto de estudio pues en función del régimen legal de tenencia de valores nos permite conocer al inversor último o no y ello permite distinguir quién es el titular económico de las acciones. Como punto de partida, se asume que la compensación de valores se realiza de manera centralizada, lo que implica una separación entre los propietarios de valores y los emisores al interponerse entre ambos los intermediarios. Este alejamiento, tal como se ha analizado, se agrava en el contexto de las cuentas ómnibus, es decir, las cuentas que aglutinan todos los valores de los clientes, pues impiden conocer la identidad de los inversores últimos ya que esta información sólo está disponible para quien gestiona la cuenta. A su vez, otro elemento distorsionador es que en función del ordenamiento jurídico la condición de accionista puede variar, tal como ocurre en el nuestro, donde la definición de accionista no se corresponde con la de

⁸⁸⁰ “The disclosure obligation will no longer be triggered only as the result of holding voting rights. Rather it will be triggered as the result of obtaining access to voting rights whether directly or indirectly. This is key to ensuring that the ultimate owner (i. e. the beneficial owner) can be identified”, vid. SCHOUTEN, M. C., SIEMS, M., “The Evolution of Ownership Disclosure ...”, *op. cit.*, p. 29.

⁸⁸¹ “The Transparency Directive sheds virtually no light on empty voting, and that empty voting, severely undermines the mechanisms through which ownership disclosure improves market efficiency and governance”, vid. SCHOUTEN, M C., *The Mechanisms...*, *op. cit.*, p. 50.

inversor último o *beneficial owner*⁸⁸². Ello supone la posible pérdida de titularidades en casos de tenencia indirecta de acciones a través de cuentas ómnibus, pues la sociedad en sistemas de tenencia directa no pueden detectar quién es el inversor último. Si a este tipo de tenencia se le añade que el *beneficial owner* ha cubierto su posición mediante el recurso a derivados o préstamo de valores, se hace más difícil para la sociedad conocer quién soporta el riesgo asociado a una inversión en sus acciones⁸⁸³. A la vista de lo expuesto, un sistema de registro de valores que nos permita identificar a los accionistas y hasta al inversor último⁸⁸⁴ facilitaría el contacto entre las sociedades y los inversores⁸⁸⁵; asimismo se reducirían las asimetrías de información⁸⁸⁶ y hasta la apatía racional del accionariado. En última instancia, se pretende el examen de las reformas legislativas pertinentes para que la sociedad y otros interesados puedan conocer quién soporta el interés económico en las acciones de la sociedad y, de este modo, puedan comunicarse con los verdaderos titulares económicos así como sustentar con pruebas las situaciones de *decoupling* adversas.

1.2. La evolución de la identificación accionarial en nuestro ordenamiento.

La consulta de los datos relativos a las titularidades registrales de las anotaciones en cuenta no ha tenido carácter de libre acceso y su comunicación depende de quién la solicite. Por ejemplo, la administración tributaria puede acceder abiertamente en virtud del art. 315 TRLMV que exige la comunicación de todas las operaciones que se

⁸⁸² ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory...”, *op. cit.*, p. 714.

⁸⁸³ A este respecto, VERMEULEN, E., “Beneficial ownership and control: a comparative study – Disclosure, information and enforcement”, *OCDE Corporate Governance Working Papers*, nº7, 2013, p. 16: “In order to protect minority investor, policy makers and legislatures should therefor considere the introduction of clear and stringent disclosure and transparency obligations that offer minority investoris a true picture of ownership and control structures and, more importantly, reveal the identity of the persons who should be consdieres ad the ultimate beenficial owner”.

⁸⁸⁴ A este respecto, VERMEULEN, E., “Beneficial ownership and control: a comparative study – Disclosure, information and enforcement”, *OCDE Corporate Governance Working Papers*, nº7, 2013, p. 16: “In order to protect minority investor, policy makers and legislatures should therefor considere the introduction of clear and stringent disclosure and transparency obligations that offer minority investoris a true picture of ownership and control structures and, more importantly, reveal the identity of the persons who should be consdieres ad the ultimate beenficial owner”.

⁸⁸⁵ ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory...”, *op. cit.*, p. 724 y nota a pie.

⁸⁸⁶ Tal como señala VERMEULEN, E., “Beneficial ownership...”, p. 29, este plus de información evita que los accionistas minoritarios u otros stakeholders se vean afectados por la manipulación del mercado y tácticas abusivas en caso de que sea el accionsista mayoritario sea e que recurra a técnicas de encubrimirnoto , pero puede provocar en el lado negativo que en vez de contribuir al engagemnet tenga el efecto contrario, lo que se incrementa los vertical agency costo –principalmente se verán desalnetados los accionistas de control outsiders e insideras lo que hara que no haya engagement con los administradores.

realicen⁸⁸⁷. Asimismo, en el marco de las tareas de supervisión del mercado, el art. 74 RD 878/2015 autoriza a la CNMV y el DCV a recibir información de las entidades participante respecto al registro contable⁸⁸⁸.

Por lo que respecta a la sociedad, sus accionistas u otros interesados, el régimen de comunicación de la titularidad de las anotaciones en cuenta ha sufrido una evolución hacia una mayor accesibilidad, sin llegar al acceso directo al registro⁸⁸⁹ por lo que por esta razón centramos el análisis en estos sujetos.

En la primera etapa, con motivo de la incorporación de las Directivas de la Comunidad Económica Europea, se introdujo en la Ley de 17 de julio de 1951 de régimen jurídico de las sociedades anónimas, una Disposición Adicional, en la que se obligaba a la representación mediante anotaciones en cuenta de las acciones que cotizasen en un mercado secundario oficial; asimismo, se imponía a las entidades de llevanza de los registros contables la comunicación a la sociedad emisora de los datos necesarios para la identificación de sus accionistas⁸⁹⁰. Esta exigencia de identificación se incluiría también en la LSA a través del apartado 6º de la Disposición Adicional Primera, en estos términos: "Las entidades que de acuerdo con la normativa reguladora del mercado de valores hayan de llevar los registros de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta están obligadas a comunicar a la sociedad emisora los datos necesarios para la identificación de sus accionistas". Posteriormente, esta disposición fue incorporada a la LSC, con carácter general para todas las sociedades representadas mediante anotaciones en cuenta en el art. 183. 3 LSC que ha permanecido inalterado. En particular, se desarrollaba en el mismo sentido en el art. 497 LSC respecto a las sociedades cotizadas.

⁸⁸⁷ Entre otras indicando las relaciones nominales de compradores y vendedores y el número de identificación fiscal del adquirente y transmitente.

⁸⁸⁸ Tal como distingue, RECALDE CASTELLS, "En torno a la pretendida nominatividad...", p. 370, tenía acceso directo a las titularidades pues realizaba la función de compensación –que ahora hace la entidad de contrapartida central-, aunque las operaciones extrabursátiles, por ejemplo transmisiones a título lucrativo o a título oneroso no se establece la obligación del conocimiento por la DCV aunque por ejemplo la sociedad rectora de la bolsa de Madrid por circular /1992, de 18 de diciembre, informará sobre las operaciones que conozca de este tipo al la mayor brevedad.

⁸⁸⁹ Ver sobre acceso a registro, PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios...*, p. 235

⁸⁹⁰ RECALDE CASTELLS, "En torno a la pretendida nominatividad...", p. 371-372.

El sistema de identificación se ha caracterizado por la imposibilidad de conocer directamente la identidad de los accionistas por parte la sociedad emisora de los valores⁸⁹¹. Se ha regulado en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (en adelante, RD 116/1992) en el art. 22⁸⁹² determinaba el sistema de comunicación y fue desarrollado a su vez en el art. 48. 4 del Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores⁸⁹³. Pues bien, el citado art. 22 del RD 116/1992 recogía un régimen de comunicación dispar⁸⁹⁴ que ha resultado tan criticado⁸⁹⁵ que hasta ha sido

⁸⁹¹ ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos de los accionistas de sociedades cotizadas” en AA. VV. *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada: Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones de Gobierno Corporativo*, vol. 1, Aranzadi, 2016, p. 623.

⁸⁹² Artículo 22 Suministro de datos a las emisoras sobre la identidad de sus accionistas

1. *Las normas de funcionamiento del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores contendrán las previsiones necesarias para que, dentro del proceso de liquidación, todas las operaciones relativas a acciones de sociedades cuyos títulos habrían de ser nominativos en virtud de disposición legal sean comunicadas a dichas sociedades.*

2. *El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores prestará, sin que ello pueda implicar el mantenimiento en el mismo de ficheros permanentes, el servicio de canalización de las solicitudes de otras sociedades que se formulen con ocasión de la celebración de cualquier Junta general y con referencia a la fecha contemplada en el artículo 104 de la Ley de Sociedades Anónimas.*

3. *Cualquier información de que dispongan las emisoras en relación con la identidad de sus accionistas deberá estar permanentemente a disposición de cualquiera de ellos.*

⁸⁹³ 4. A requerimiento formulado por una sociedad emisora, que se realice con ocasión de celebración de junta general y adecuada a los fines previstos en el Real Decreto, el SCLV facilitará la relación de titulares de sus respectivos valores a una fecha concreta. A tal efecto, el Servicio se dirigirá a las entidades adheridas para que faciliten la información de los titulares de los valores, con el fin de realizar la agregación correspondiente para su presentación a la sociedad emisora. La prestación de este servicio no implicará en ningún caso el mantenimiento en el SCLV de información de titulares.

⁸⁹⁴ Al respecto de las críticas a la limitación a las sociedades cotizadas del derecho a conocer la identidad de los accionistas, y la “generosidad” para el resto de socios, *vid.* Funciones de los registros de accionistas como instrumentos de legitimación y autenticación en las relaciones emisor-inversor, p.30.

⁸⁹⁵ A este respecto, PERDICES HUETOS, “Funciones de los registros de accionistas como instrumentos de legitimación y autenticación en las relaciones emisor-inversor” en AA.VV., *Transparencia accionarial*, Centro de Gobierno corporativo, 2010, p. 34 critica la limitación por el Reglamento del derecho a conocer a los socios la sociedad. Para GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “El derecho de toda sociedad cotizada a mantener un registro actualizado de accionistas: la necesidad de inmediata puesta en práctica del artículo 497 de la Ley de Sociedades de Capital (Redactado por la Ley 2/2011, de 4 de marzo), RDMV, N° 11, 2012, p. 4 y 8 el aparece con la aparición de las Bolsas de valores. Mientras que RECALDE CASTELLS, “En torno a la pretendida nominatividad...”, p. 372-373 alerta de la inconcreción al referirse únicamente a acciones que “necesariamente fueran nominativas” de manera reglamentaria cuando la DA 6 LSA no hacía ningún tipo de distinción, la única justificación es que el “auto del RD haya establecido un régimen de transparencia particularmente intenso para las acciones que en el supuesto de haberse representado mediante título, tendrían que ser forzosamente nominativas -52.1 lsa- y otro más flexible para las demás acciones así refrendado por Circular 5/1992 de 15 del SCLV, que ha establecido “los requisitos técnicos y funcionales de emisoras de acciones que tendrán que ser nominativas. Otra justificación es si lo que se pretendía era justificar el régimen del 55.3 LSA, -dado el régimen particular de transparencia del libro de acciones nominativas en favor de los socios-, pero el 22.3 va y amplía dicha accesibilidad a todos los titulares de acciones con independencia de su representación.

tachado de contrario a la ley, pues limitaba el derecho a todas las sociedades cotizadas a conocer a sus accionistas⁸⁹⁶. En efecto, el hecho de diferenciar el sistema de información en función de la nominatividad de los títulos, determinaba que a aquellas sociedades cuya nominatividad fuera obligatoria⁸⁹⁷, les serían comunicadas diariamente las operaciones relativas a sus acciones⁸⁹⁸. Por el contrario, con respecto al resto de sociedades, el suministro de los datos de los accionistas sólo se proporcionaba con motivo de la celebración de la junta general⁸⁹⁹. Por añadidura, el precepto tenía una vis extensiva, pues se obligaba a las sociedades a proporcionar a los accionistas la información que tuvieran sobre los accionistas cuando no existía habilitación legal al efecto⁹⁰⁰. Esta circunstancia motivó a las sociedades cotizadas a proceder a la

⁸⁹⁶ GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “El derecho de toda sociedad cotizada a mantener un registro actualizado de accionistas: la necesidad de inmediata puesta en práctica del artículo 497 de la Ley de Sociedades de Capital (Redactado por la Ley 2/2011, de 4 de marzo), *RDMV*, N° 11, 2012: “*teniendo un impacto en el gobierno corporativo pues impide la comunicación entre sociedad-accionista*”

⁸⁹⁷ Son sociedades cuyo objeto social es de especial interés así, las entidades de crédito. De seguros, ESI, Sicabs, operadores de licencia de tv como Mediaset o Atresmedia, transporte aerero IAG, vid. Entidades de crédito que revistan la forma de sociedad anónima (L 10/2014), lo que incluye las entidades oficiales de crédito, las sociedades anónimas bancarias, las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación y las sociedades de arrendamiento financiero - ART. 4 Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. b) Tener un capital social inicial no inferior a 18 millones de euros, desembolsado íntegramente en efectivo y representado por acciones nominativas. –Antiguo: Art-Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito. 2b) Tener un capital social inicial no inferior a 3.000 millones de pesetas, desembolsado íntegramente en efectivo y representado por acciones nominativas.-; Sociedades anónimas de seguros y reaseguros (L 20/2015); Sociedades de inversión de capital variable o SICAV (L 35/2003); Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (L 35/2003); Sociedades rectoras de Bolsas de Valores (LMV); Sociedades y Agencias de valores (LMV); Sociedades gestoras de fondos de pensiones (RDLeg 1/2002); Sociedades anónimas laborales (L 44/2015); Sociedades concesionarias de autopistas (D 215/1973); Sociedades anónimas de enseñanza a distancia (RD 2641/1980); Sociedades de productos farmacéuticos (RD 380/1980); Sociedades navieras (D 390/1966); Sociedades concesionarias de suministro y venta de carburantes y combustibles líquidos, objeto del monopolio de petróleos (OM 5-3-1970); Sociedades periodísticas y agencias informativas (L 29/1984); Sociedades anónimas de gestión del juego del bingo (OM 9-1-1979); Sociedades anónimas encargadas de la gestión de los servicios públicos de Radiodifusión y Televisión (RD 1615/1980); Sociedades concesionarias del servicio público de la televisión (L 7/2010); Sociedades anónimas concesionarias de servicios de transporte aéreo (L 48/1960); Sociedades anónimas deportivas (L 10/1990).

⁸⁹⁸ A través de un fichero X-23 que cuadra altas con bajas diarias, brindando la posibilidad así de que la sociedad tenga un registro de acciones de carácter permanente, vid. GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “El derecho de toda sociedad cotizada a mantener un registro actualizado de accionistas: la necesidad de inmediata puesta en práctica del artículo 497 de la Ley de sociedades de capital (Redactado por la Ley 2/2011, de 4 de marzo), *RDMV*, n° 11, 2012, p. 6.

⁸⁹⁹ Al respecto del diferente tratamiento, es debido a que el conconimiento de los accionistas de sociedades con acciones nominativas se encuentra protegido por ley, por ello en aquellos casos en los que no son sociedades con acciones nominativas entonces la Sociedad de Sistemas no estaría obligadas solo en relación a la celebración de la junta y a solicitud de la compañía, 497 LSC.

⁹⁰⁰ Crítica, PERDICES HUETOS, “Funciones de los registros ...op. cit”, p. 30, Este derecho de consulta de los accionistas no solo comprende la información que obtuvieran de Iberclear sino la que dispusiera la sociedad, en este sentido, si tuviera un registro de accionistas también habría de proporcionarse, por el contrario, a los terceros no tienen derecho a recibir la información sobre los accionistas de la sociedad, vid. **DIEZ MORENO, A., Artículo 497. Derecho a conocer la identidad de los accionistas, AA.VV.**

elaboración de registros de accionistas voluntarios aunque carecieren del mismo valor que los registros de acciones nominativas, pues la legitimación de los tenedores de anotaciones en cuenta proviene de su inscripción registral –art. 11.1 LMV⁹⁰¹–.

En una segunda etapa, se realizaron una serie de cambios legislativos tendentes a la homogenización del sistema de identificación del accionista. La recomendación provenía del Informe realizado por el Grupo especial de trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas que abogaba por que todas las sociedades cotizadas tuvieran el derecho a conocer a sus accionistas. Como antes se señalaba, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital no fue utilizado para dicha función posiblemente debido a su carácter de texto refundido pues se transcribía en los artículos 118 y 497 LSC la Disposición adicional primera 6 del TRLSA. Sin embargo, un año después, el art. 497 LSC fue modificado por la Disposición final 25ª de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, precisando que el derecho a conocer la identidad del accionista puede solicitarse en cualquier momento, sean las acciones nominativas o no. A su vez, se concretaba la información que se debía proporcionar a las entidades emisoras para la identificación de los accionistas como son las direcciones y medios de contacto y así permitir la comunicación con aquellos⁹⁰². En último lugar, se habilitaba para que reglamentariamente se concretasen los aspectos técnicos y formales necesarios para el ejercicio de este derecho por parte de la sociedad emisora⁹⁰³, extremo este que no fue realizado durante la vigencia de la norma.

Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, Thomson Reuters, 2011, p 3283; salvo la información pública sobre las estructuras de creación de la sociedad depositadas y publicadas en las condiciones de los art. 7-8 RD 116/1992 o los certificados de legitimación a favor del titular 18 rd92 Tb Recalde, p. 374: a través del RD 22.3 se establece una norma idéntica a la consulta por parte de los accionistas del libro de registro de socios, su creación por vía reglamentaria sin apoyo legal arroja “un modelo incongruente”, resultando que “el libro registro de acciones nominativas solo tiene una función organizativa”, mientras que el registro de anotaciones “es más proyecta sus efectos sobre el plano de titularidad”, p. 389.

⁹⁰¹ DIEZ MORENO, A., Artículo 497. Derecho a conocer la identidad de los accionistas, AA.VV. *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson Reuters, 2011, p. 3289.

⁹⁰² Artículo 497. Derecho a conocer la identidad de los accionistas (Disposición final 25ª de la Ley 2/2011, de 4 de marzo. Ref. BOE-A-2011-4117) Las entidades que, de acuerdo con la normativa reguladora del mercado de valores, hayan de llevar los registros de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta están obligadas a comunicar a la sociedad emisora, en cualquier momento que lo solicite y con independencia de que sus acciones tengan o no que ser nominativas por disposición legal, los datos necesarios para la identificación de los accionistas, incluidas las direcciones y medios de contacto de que dispongan, para permitir la comunicación con aquellos. Reglamentariamente se podrán concretar los aspectos técnicos y formales necesarios para el ejercicio de este derecho por parte de la sociedad emisora.

⁹⁰³ Al respecto de la urgencia del desarrollo reglamentario del art. 497 LSC, *vid.* MATEU DE ROS CEREZO, R., “La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la

Así las cosas, los emisores españoles no contaban con una herramienta adecuada para conocer al accionista y menos aún al inversor último⁹⁰⁴, dadas las restricciones reglamentarias del art. 22 del RD 116/ 1992. Este precepto cuya modificación ya había sido recomendada en el Anexo II del CUBG al reclamar la reforma del RD 116/1992 para la efectividad de la norma de derecho de sociedades sobre la identidad del accionista⁹⁰⁵, sin embargo, esta recomendación no fue seguida por el legislador hasta tiempo después. Alternativamente, las sociedades cotizadas españolas, en vez de utilizar los mismos procedimientos para aquellas sociedades con acciones nominativas (los formatos x-20 y x-23)⁹⁰⁶, solicitaban el listado X-25 en las ocasiones que tuvieran a bien, sin supeditarlos a la junta general ni a la fecha de la *record date* del art. 179. 3 LSC⁹⁰⁷. De forma paralela, la doctrina había propuesto revertir el régimen del reglamento mediante la incorporación a los estatutos de las sociedades el régimen de nominatividad obligatoria, lo que había llevado a proponer, como ya se expuso, que las sociedades cotizadas tuvieran un “registro de accionistas”⁹⁰⁸.

La tercera etapa tiene lugar con la redacción de la Propuesta de Código Mercantil, en cuyo artículo 282. 4⁹⁰⁹ se ampliaba el derecho a conocer la identidad de los accionistas a las asociaciones de accionistas que se hubieran constituido en la entidad emisora. Posteriormente, la Comisión de Expertos en Materia de Gobierno Corporativo, tomando como base la Propuesta de Código Mercantil, además del reconocimiento a las asociaciones de accionistas (si bien limitando el derecho a aquellas que representaren un 1% del capital), también incluía a los accionistas de carácter minoritario que representasen un 3% del capital social para obtener dicha información. Como

ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la ley de sociedades de capital”, *Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, 2011, p. 35.

⁹⁰⁴ CUENCA MIRANDA, J.M., p. 473.

⁹⁰⁵ DIEZ MORENO, A., Artículo 497. Derecho a conocer..., p. 3281, PERDICES HUETOS, 2010, p. 35.

⁹⁰⁶ Sobre el procedimiento Pr225 comunicación de titularidades a emisoras, Asi GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “El derecho de toda sociedad cotizada...”, p. 16.

⁹⁰⁷ Así GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “El derecho de toda sociedad cotizada...”, que hace referencia al procedimiento PR245: Comunicación de titulares a emisoras bajo petición.

⁹⁰⁸ Siempre que se comunicara a la aAgencia Protección de datos, sobre la propuesta, PERDICES HUETOS, 2010, p. 33

⁹⁰⁹ Artículo 282-4. *Derecho a conocer la identidad de los accionistas*

1. La sociedad emisora tendrá derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos necesarios para la identificación de los accionistas, incluidos las direcciones y medios de contacto de que dispongan. 2. El mismo derecho tendrán las asociaciones de accionistas que se hubieran constituido en la sociedad emisora.

contrapunto al derecho a la identificación de los accionistas, se exigiría responsabilidad por el uso indebido de dicha información. Estas previsiones se incorporaron al Anteproyecto de Código Mercantil en el art. 282-2 así como posteriormente en la Ley 31/2014 que modifica la redacción del artículo 497 LSC⁹¹⁰ que a continuación pasamos a analizar.

1.3. El art. 497 LSC en la redacción dada por la Ley 31/2014 y su desarrollo reglamentario: ámbito de aplicación.

Desde una primera aproximación formal, el precepto destaca por su amplitud contando con tres apartados, en comparación con su antigua redacción que sólo incluía un apartado⁹¹¹. En atención a los aspectos materiales de la reforma, se aprecian cambios sustanciales que procedemos a concretar, pero que no resultan suficientes para nuestro ámbito de estudio pues no se logra identificar al inversor último por lo que las estrategias de *decoupling* quedan aún más en la sombra si cabe.

Por lo que respecta a la identificación del accionariado, destaca el cambio de perspectiva, pues en la antigua redacción el art. 497 LSC se establecía la obligación de comunicación a las entidades emisoras de la identidad de su accionariado y, en la actual, se le confiere a los sujetos legitimados el derecho a obtener los datos de los accionistas. Sobre el sujeto obligado a proveer la identidad de los accionistas, el precepto se refiere a “las entidades que, de acuerdo con la normativa reguladora del mercado de valores, hayan de llevar los registros de los valores representados por medio de anotaciones”. A su vez, se elimina la previsión del art. 22 del RD 116/ 1992, por la cual las emisoras se veían obligadas a suministrar cualquier información de que dispongan en relación con la identidad de sus accionistas, la cual deberá estar permanentemente a disposición de

⁹¹⁰ A este respecto, *vid.* ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos...”, *op. cit.*, p. 620.

⁹¹¹ Artículo 497. Derecho a conocer la identidad de los accionistas.

1. La sociedad emisora tendrá derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidos las direcciones y medios de contacto de que dispongan.

2. El mismo derecho tendrán las asociaciones de accionistas que se hubieran constituido en la sociedad emisora y que representen al menos el uno por ciento del capital social, así como los accionistas que tengan individual o conjuntamente una participación de, al menos, el tres por ciento del capital social, exclusivamente a efectos de facilitar su comunicación con los accionistas para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes.

En el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, la asociación o socio será responsable de los daños y perjuicios causados.

3. Reglamentariamente se concretarán los aspectos técnicos y formales necesarios para el ejercicio del derecho a los datos conforme a los dos apartados anteriores.

cualquiera de los mismos⁹¹². El hecho de que se añada que el depositario central de valores establecerá similares procedimientos para informar a las asociaciones de accionistas y a los accionistas cuando se cumplan las condiciones del artículo 497.2 LSC deja entrever que la única vía para que los accionistas significativos o las asociaciones puedan solicitar la información sea a través de la sociedad de sistemas⁹¹³.

A su vez, se amplía el número de sujetos legitimados para el ejercicio del derecho a identificar al accionista. En primer lugar, la sociedad emisora puede ejercitar este derecho en cualquier momento, sin necesidad de motivar su ejercicio. Por el contrario, en segundo lugar, el accionista o la asociación de accionistas⁹¹⁴ deben alcanzar un determinado porcentaje de capital social para ejercitar este derecho así como motivar su solicitud. En este sentido, la asociación de accionistas que se haya constituido en la sociedad ha de representar al menos el uno por ciento del capital social⁹¹⁵; por su parte, el socio o socios agrupados deben tener una participación de, al menos, el tres por ciento del capital social⁹¹⁶. No se encuentra justificación a la disparidad porcentual a la

⁹¹² 23. 2 Actual: 2. Los depositarios centrales de valores también establecerán procedimientos para informar a cualquier sociedad, aunque sus acciones no sean obligatoriamente nominativas, de la identidad de sus accionistas que figuren en el registro contable, incluidas las direcciones y medios de contacto de que dispongan, para permitir la comunicación con aquellos, de conformidad con el artículo 497 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Los depositarios centrales de valores establecerán similares procedimientos para informar a las asociaciones de accionistas y a los accionistas cuando se cumplan las condiciones del artículo 497.2 de la referida norma.

22. 2: 2. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores prestará, sin que ello pueda implicar el mantenimiento en el mismo de ficheros permanentes, el servicio de canalización de las solicitudes de otras sociedades que se formulen con ocasión de la celebración de cualquier Junta general y con referencia a la fecha contemplada en el artículo 104 de la Ley de Sociedades Anónimas. Eliminando la incongruencia que la doctrina había criticado, *vid. infra* p.

⁹¹³ En defensa de la posibilidad Ello de underecho intrasocietario de información sobre identificación al accionista *vid.* ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos...”, *op. cit.*, p. 629 que “cabría hablar de un derecho a información por vía intrasocietaria, que ya no derivaría de la relación contractual entre sociedad emisora y sociedad de sistemas. Que se proporcionar en función de la información que disponga la sociedad, por ejemplo, si tiene contratado el servicio de identificación diario o bien si presenta registros privados, considera su ejercicio en cualquier momento y no podría alegarse su contrariedad al interés social –p. 629 y RECALDE CASTELLS, A. J. , “Publicidad de los datos personales incluidos en los registros de accionistas”, *RDS*, Nº 18, 2002.

⁹¹⁴ Otros titulares les queda vedada dicha posibilidad salvo la consulta de las escrituras de creación de las anotaciones en cuenta -6. 3 LMV- y en caso de que acceda el titular conocer sus caracteres a través del certificado de legitimación, V. ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos...”, *op. cit.*,

⁹¹⁵ A diferencia de la Propuesta de Código Mercantil que legitimada a cualquier asociación–

⁹¹⁶ Entendiéndose acreditada la legitimación a través de en un primer término los certificados de legitimación o cualquier otro medio que se prevea reglamentariamente, ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos...”, *op. cit.*, p. 630; criticado por DIAZ MORENO: pues el conocimiento del resto del accionariado permite que se agrupen para ejercer los derechos de minoría, por lo que no se entiende porqué se eleva a un 3% el derecho a conocer, pues con dicho porcentaje se pueden ejercer los derechos de minoría sin necesidad de agrupación, p. 5. Lo que sí acontecía con el anterior régimen del art. 22. 3 RD 116/1992 “cualquier información de que disponga las emisoras en relación con la identidad de

hora de determinar la legitimación del socio o la asociación; asimismo, se ha criticado la exigencia al accionista de una posición minoritaria para ejercitar el derecho cuando la razón que subyace a la pretensión de identificar a los consocios es lograr alcanzar un porcentaje minoritario para ejercer los derechos de la minoría. Esta restricción determina que el accionista que no el porcentaje, proceda a su ejercicio indirecto a través de la asociación de accionistas ya que el nuevo RD 787/2015 elimina la previsión sobre la posibilidad de que los accionistas consultasen los datos que tuviere la sociedad al respecto.⁹¹⁷ Sin embargo, se sigue observando la disparidad en torno a los títulos de nominatividad obligatoria, aunque representados mediante anotaciones en cuenta, pues en dicho caso, el apartado 3 del art. 116 LSC permite el examen del libro registro de acciones nominativas a cualquier accionista que lo solicite.

El segundo requisito que ha de cumplir el accionista minoritario o la asociación es que su solicitud de ejercicio del derecho deberá motivarse⁹¹⁸, con el objeto de “facilitar su comunicación con los accionistas para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes”. Por el contrario, a la sociedad emisora no se le impone motivación alguna, aunque ha de obedecer a la identificación de motivaciones de índole societaria⁹¹⁹ preservando así lo dispuesto en el art. 4.2 L. O 15/1999⁹²⁰ relativo a la imposibilidad del uso de la información para finalidades incompatibles a la que se hubiera previsto ya que, en ese caso, se necesitaría el consentimiento del socio⁹²¹. De particular interés es que el art. 497. 2 LSC añade la regulación de la responsabilidad por

sus accionistas deberá estar permanentemente a disposición de cualquiera de ellos, no obstante, la Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo consideraba excesivo, por lo que lo limitaba a aquel accionista o grupo minoritario. También Najera pascual.

⁹¹⁷ ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos...”, *op. cit.*, p. 630-631.

⁹¹⁸ DIAZ MORENO, A., “Derecho a conocer la identidad de los accionistas: nuevo régimen en el Real Decreto 878/2015”, *Análisis GA&P*, Noviembre 2015: “*Aunque no es lo que deriva directamente de la sintaxis de la norma, siempre puede entenderse que la referencia a la finalidad de comunicación con los socios solo limita la utilización de los otros datos (direcciones y medios de contacto), que son los que realmente sirven a tal fin*”

⁹¹⁹ *similar a la PCM en el 231-71*”

⁹²⁰ 2. Los datos de carácter personal objeto de tratamiento no podrán usarse para finalidades incompatibles con aquellas para las que los datos hubieran sido recogidos. No se considerará incompatible el tratamiento posterior de éstos con fines históricos, estadísticos o científicos.

⁹²¹ ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos...”, *op. cit.*, p. 63. DIAZ MORENO, A., “Derecho a conocer la identidad...”: –control legitimatorio para ejercicio de derechos e socio, mejora comunicación, como tercera finalidad la transmisión a los otros legitimados- o en casos de nominatividad obligatoria por la razón que se hubiera establecido dicha nominatividad

los daños⁹²² y perjuicios causados por aquellos accionistas o asociaciones que utilicen la información solicitada de manera perjudicial o abusiva⁹²³.

Por lo que respecta a los datos sobre la identificación del accionista, se amplía la información que se va a proporcionar, pues, mientras que en la antigua redacción la obligación de suministro de información se limitaba a los “datos necesarios para la identificación de los accionistas”, en la redacción actual, se refiere a los “datos correspondientes de los accionistas”. Además de las direcciones y medios de contacto que dispongan se proporcionarán también si los hubiere otros datos referidos a los accionistas. Cabría plantearse, por tanto, si también se suministrará información relacionada con las anotaciones, como, por ejemplo, la constitución de derechos reales limitados y otros gravámenes puesto que han de reflejarse en la cuenta correspondiente como preceptúa el art. 12 TRLMV u otras transmisiones como puede ser el préstamo de valores (art. 41 RD 878/2015)⁹²⁴.

En relación al procedimiento de suministro de los datos a los solicitantes, el apartado tercero del art. 497 LSC establece “reglamentariamente se concretarán los aspectos técnicos y formales necesarios para el ejercicio del derecho a los datos conforme a los dos apartados anteriores”. Este último aspecto no aparece regulado en el art. 23 del RD 878/2015 relativo al suministro de datos a las entidades emisoras sobre la identidad de accionistas,⁹²⁵ sino que en el apartado segundo determina que serán los depositarios centrales de valores quienes establecerán los procedimientos para informar de la identidad de sus accionistas⁹²⁶. En el apartado tercero, también señala la competencia de

⁹²² La exigencia de responsabilidad no se refiere al ejercicio del derecho sino a la utilización de manera abusiva o perjudicial de la información que haya sido solicitada, luego se activará la exigencia cuando se vulnere el art. 7. 2 del Código Civil, a pesar de que el abuso de derecho no implica la causación de un daño la doctrina entiende que ha de causarse ese daño para que en este caso se pueda exigir la responsabilidad, al no determinar quien sufre el menoscabo de la utilización abusiva de la información se ha considerado a la sociedad, socios o terceros hasta las entidades encargadas de la llevanza de los registros como posibles sujetos que puedan sufrir el daño y también se entiende que se aplicaría el régimen general de responsabilidad basado en la culpa, es decir, art. 1902 C. C., cuya obligación será reparar el daño causado, 1906 CC siendo los causante los que directamente causaron el daño - ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos...”, *op. cit.*, p 641 y 642.

⁹²³ Este precepto se encuentra en línea con la reforma del derecho de información al por la Ley 31/2014 cuyo mal uso también puede desembocar en la exigencia de responsabilidad *vid.*, art. 197. 6 LSC: 6. En el supuesto de utilización abusiva o perjudicial de la información solicitada, el socio será responsable de los daños y perjuicios causados.

⁹²⁴ ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos...”, *op. cit.*, p. 637-638.

⁹²⁵ Nótese, en este sentido, DIAZ MORENO, A., “Derecho a conocer la identidad...”.

⁹²⁶ 2. Los depositarios centrales de valores también establecerán procedimientos para informar a cualquier sociedad, aunque sus acciones no sean obligatoriamente nominativas, de la identidad de sus accionistas

los depositarios centrales de valores para realizar el servicio de canalización de las solicitudes que las sociedades formulen con ocasión de la celebración de cualquier Junta general y con referencia a la *record date* del art. 179 LSC.

En este sentido, el 27 de abril de 2016 entraba en vigor el nuevo Reglamento de la Sociedad de Sistemas en el que efectivamente se detallan, aunque parcialmente, los aspectos necesarios para el ejercicio del derecho a los datos sobre los accionistas. En concreto, el art. 26 se refiere al suministro de datos sobre la identidad de los titulares de los valores en el que se contempla el servicio de comunicación diaria de titularidades cuyo fin sea la actualización del libro registro o la comunicación con sus accionistas que compete dicho suministro a la Sociedad de Sistemas. Asimismo, la Circular Nº 04/2016, de 29 de enero sistema de registro y liquidación de valores (Arco) por la que se aprueba el manual de procedimientos en el que sí se detallan dichos extremos, en concreto la Norma 6ª *Servicios de suministro de información a entidades emisoras y otras* detalla en el apartado primero que la solicitud que realice la entidad emisora será conforme al modelo previsto al efecto en el Manual de Procedimientos de Iberclear, mientras que añade que Iberclear se informará del tipo de operación y se especificará si ésta supone un alta o una baja en el registro contable; en particular, se remitirá el Fichero HTITU01, que viene a remplazar a los ficheros X20 y X23, y se envía diariamente desde Iberclear⁹²⁷.

1. 4. Examen de la aplicación del art. 497 LSC al inversor último

Tal como se puso de manifiesto anteriormente, los caracteres de nuestro sistema de representación de acciones mediante anotaciones en cuenta, particularmente el principio de legitimación registral y la presunción de titularidad de quien aparece reflejado en el registro, contribuyen a la ocultación de titularidades de carácter fiduciario que surgen de la inversión extranjera, aunque también la propia inversión nacional cuando la entidad que contrata la custodia no es una entidad participante en el sistema. Si a la tenencia

que figuren en el registro contable, incluidas las direcciones y medios de contacto de que dispongan, para permitir la comunicación con aquellos, de conformidad con el artículo 497 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Los depositarios centrales de valores establecerán similares procedimientos para informar a las asociaciones de accionistas y a los accionistas cuando se cumplan las condiciones del artículo 497.2 de la referida norma.

⁹²⁷ Bolsas y mercados, Reforma de la compensación y liquidación de valores, 2016, p. 14, <http://www.bolsamadrid.es/docs/Empresas/REFORMA-EMISORES.pdf>

fiduciaria de *facto* se le añade el recurso a técnicas de *decoupling*, se incrementa la dificultad para detectar quién soporta el interés económico de las acciones.

Tal como se ha examinado, el derecho a conocer la identidad del accionista ha evolucionado hacia el conocimiento, en todo momento, por parte de la sociedad emisora, de la identidad de los accionistas con la última reforma del art. 497 LSC, ampliando a su vez los sujetos legitimados para conocer la estructura accionarial; sin embargo, continúa teniendo cierto carácter restringido sobre las titularidades aparentes⁹²⁸.

En este punto cabría examinar, a tenor de las limitaciones registrales, si el ámbito del art. 497 LSC se extiende al conocimiento del inversor último en situaciones de tenencia indirecta. En atención a una interpretación literal del precepto, se puede concluir que no contempla el inversor último; en primer lugar, el precepto lleva por título el “Derecho a conocer la identidad de los accionistas”, mientras que el apartado primero establece que “las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidos las direcciones y medios de contacto de que dispongan”. En segundo lugar, el sistema de representación de valores supone nuevamente un freno al conocimiento del inversor último pues las entidades sólo informarán de aquellos que bien tengan cuentas directas en el primer escalón o de aquellos que aparezcan en el segundo escalón, pues la equiparación en el art. 11. 1 TRLMV de la inscripción registral a la *traditio* de los títulos arroja la exclusividad de la legitimación registral como resulta en las letras de cambio la legitimación del endosatario⁹²⁹. Del mismo modo, la presunción de titularidad de quien aparezca inscrito (art. 13 TRLMV) es concretada por el art. 34 RD 787/2015 al referirse a “la inscripción a nombre del titular que se produzca en las cuentas de los registros de detalle de las entidades participantes o, en las cuentas a que se refieren las letras a) y c) del artículo 32.1 y 32.2 en los registros a cargo del depositario central de valores, será la que produzca los efectos previstos en los artículos 9, 10 y 11 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, y su normativa de desarrollo”. Por lo que se concluye que las entidades encargadas del registro contable informarán de aquellos que figuren en sus registros además de acompañar la información sobre quien figure en

⁹²⁸ MATEU DE ROS CEREZO, R., *Práctica de Gobierno Corporativo: La reforma de la Ley de Sociedades de Capital y del Código de Buen Gobierno*, Aranzadi, 2015 alaba la ampliación de la legitimación pero critica la imposibilidad de conocer al inversor último.

⁹²⁹ GONZALEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones...*, p. 432.

los registros a cargo del depositario central de valores, dado que el sistema no les permite acceder a más información que al segundo escalón.

Lo anterior se traduce en que si en el segundo escalón –o en el primero– hay un titular de carácter fiduciario que el sistema encumbra como legitimado y presunto titular formal no se puede conocer quién está detrás de dicha titularidad indirecta puesto que el régimen de identificación sólo es exigible a las entidades participantes sin haber ampliado la norma a que el titular fiduciario –titular legítimo– comunique la identidad de la persona por cuya cuenta actúa⁹³⁰. En definitiva, el art. 497 LSC no permite al emisor el conocimiento del inversor último⁹³¹ por lo que no se adecúa a la práctica habitual en nuestro mercado en el que predomina la tenencia indirecta de acciones pues el 43% de la participación en sociedades cotizadas españolas se encuentra en manos de inversores extranjeros⁹³². Por el contrario, en otros ámbitos, tales como por ejemplo en la regulación del blanqueo de capitales, se exige al cliente que identifique al titular real por cuenta de quien actúa para el establecimiento de relaciones de negocio o la intervención en cualesquiera operaciones⁹³³.

⁹³⁰ A este respecto, sobre la ausencia normativa de exigencia de identificación al “fiduciario o persona interpuesta”, ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos...”, *op. cit.*, p. 639. Sobre la ampliación del deber de informar, MATEU DE ROS CEREZO, R., *Práctica de Gobierno Corporativo...*, *op. cit.*, propone que: *deber individual de información o transparencia del accionistas o del representante, depositario o custodio de valores; siendo la delegación del voto el momento propicio para la activación del mecanismo*. Asimismo, KOURETAS TARNADIU, “Shareholding in EU: is indirect holding approach appropriate in achieving financial integration?”, *Journal of financial regulation and compliance*, propone que las medidas de identificación partan de Europa como una suerte de ficción de desintermediación, es decir, con independencia del sistema de tenencia directa o indirecta, los intermediarios han de comunicar al registro o al CSD el inversor último como si fuere un depósito regular. (*regardless of the nature of the securities holding system as direct or indirect, any securities for which a registration at a segregated-investor's level is effected, should be deemed to be held directly for the investor under the concept of a regular deposit*)

⁹³¹ FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”, p. 662. Libro de las minorías.

⁹³² SERVICIO DE ESTUDIOS BME, “El liderazgo de la inversión extranjera en la bolsa española: dos décadas de crecimiento” en AA. VV. *Posición internacional de la empresa cotizada española.*, BME, 2015, pp. 115 y ss.

⁹³³ Así lo alertaba FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”, p. 662 como destacaba estas normas para el conocimiento del beneficiario último. Si bien es cierto que no sería aplicable a sociedades cotizadas en virtud del art. 9.4 que expresa que donde no es obligatoria la comunicación de la titularidad real de las sociedades cotizadas cuando la identificación de los accionistas o titulares reales de empresas cotizadas o de sus filiales participadas mayoritariamente cuando aquéllas estén sometidas a obligaciones de información que aseguren la adecuada transparencia de su titularidad real. Cabe destacar como la Directiva 2015, art. 3. 6 amplía la titularidad real a los fideicomisos (trust) que se tendrá que comunicar: i)el fideicomitente, ii)el fideicomisario o fideicomisarios, iii)el protector, de haberlo, iv)los beneficiarios; o cuando los beneficiarios de la entidad o la estructura jurídicas estén aún por designar, la categoría de personas en beneficio de la cual se ha creado o actúan principalmente la entidad o la estructura jurídicas, v)cualquier otra persona física que ejerza en último término el control del fideicomiso a través de la propiedad directa o indirecta o a través de otros medios;

Este impedimento para conocer al inversor último ha sido colmado en cierta medida gracias al principio de autonomía de la voluntad al incorporar algunas sociedades cotizadas en sus estatutos obligaciones adicionales de identificación⁹³⁴. En efecto, algunas sociedades cotizadas del Ibex 35 –principalmente, sociedades cuyas acciones son nominativas de manera obligatoria- han incluido una cláusula semejante sobre la exigencia de comunicar la titularidad real de las acciones a la sociedad por quien aparece legitimado registralmente en los supuestos de titularidades fiduciarias o análogas⁹³⁵. Sin embargo, las cláusulas estatutarias adolecen de un procedimiento para detectar las titularidades fiduciarias pues el registro de anotaciones en cuenta se limitará a proporcionar la identidad de quién se encuentra legitimado sin referenciar el tipo de tenencia, así como tampoco confieren la posibilidad a otros interesados de consultar dicha información ni se recogen las consecuencias del incumplimiento de la comunicación de las titularidades fiduciarias. Por ello, un sistema de identificación estatutario no es suficiente para abordar la identificación del inversor último, pues las formas de tenencia indirecta pueden darse en cualquier tipo de sociedad cotizada. Por este motivo, sería necesario reconsiderar el ámbito de aplicación del derecho de identificación del art. 497 LSC con el fin de que se pueda conocer la verdadera

⁹³⁴ PERDICES HUETOS, A. “Funciones de los registros de accionistas como instrumentos de legitimación y autenticación en las relaciones emisor-inversor” en *Transparencia accionarial*, 2010.

⁹³⁵ AENA, art. 7. 5: En la hipótesis de que la persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable tenga dicha legitimación en virtud de un título fiduciario u otro de análogo significado, la Sociedad podrá requerirle para que revele la identidad de los titulares reales de las acciones, así como los actos de transmisión y gravamen sobre ellas. BANKIA, art. 10. 4: Para el supuesto de que la condición formal de accionista corresponda a personas o entidades que ejerzan dicha condición en concepto de fiducia, fideicomiso o cualquier otro título análogo, la sociedad podrá requerir de las mismas que le faciliten los datos correspondientes de los titulares reales de las acciones, así como los actos de transmisión o gravamen. BBVA, artículo 8º (...) A tal efecto, en caso de que la condición formal del accionista corresponda a personas o entidades que, de acuerdo con su propia legislación, ejerzan dicha condición en concepto de fiducia, fideicomiso o cualquier otro título equivalente, la sociedad podrá requerir de las mencionadas personas o entidades que le comuniquen los titulares reales de tales acciones y los actos de transmisión y gravamen de las mismas. CAIXABANK, art. 6: No obstante, con base en el principio de nominatividad de las acciones de las entidades bancarias, la Sociedad llevará su propio registro de accionistas con los efectos y eficacia que en cada caso le atribuya la normativa vigente. A tal efecto, en caso de que la condición formal del accionista corresponda a personas o entidades que, de acuerdo con su propia legislación, ejerzan dicha condición en concepto de fiducia, fideicomiso o cualquier otro título equivalente, la Sociedad podrá requerir de las mencionadas personas o entidades que le comuniquen los titulares reales de tales acciones y los actos de transmisión y gravamen que a ellas se refieren. FERROVIAL, art. 6. 4: Representación de las acciones. En la hipótesis de que la persona o entidad que aparezca legitimada en los asientos del registro contable ostente dicha legitimación en virtud de un título fiduciario u otro de análogo significado, la Sociedad podrá requerirle para que revele la identidad de los titulares reales de las acciones, así como los actos de transmisión y gravamen sobre las mismas. POPULAR, art. 6.4: Para el supuesto de que la condición formal de accionista corresponda a personas o entidades que ejerzan dicha condición en concepto de fiducia, fideicomiso o cualquier otro título análogo, el Banco podrá requerir de las mismas que le faciliten los datos correspondientes de los titulares reales.

estructura de las sociedades cotizadas. De este modo, se favorecería la comunicación no sólo entre la sociedad y los accionistas sino también entre ellos mismos; a su vez, cumpliría una segunda función, ya que serviría para detectar quién soporta realmente el riesgo económico de la acción lo que permitiría anticipar eventuales estrategias de *empty voting*, pudiendo así deslindar una influencia benigna en la junta de un activismo lesivo. Como veremos a continuación, a pesar de que no haya un reconocimiento de la titularidad fiduciaria en el art. 497 LSC, otras disposiciones, aunque sea de un modo indirecto, reconocen la tenencia indirecta de acciones, lo que a su vez refuerza la necesidad de la ampliación del derecho a conocer la identidad del accionista al inversor último, con el fin de que se puedan detectar estos supuestos de escisión de la titularidad formal de la real.

2. ANALISIS SOBRE LA VIABILIDAD DE LA IDENTIFICACIÓN DEL INVERSOR ÚLTIMO.

2.1. El reconocimiento definitivo de la cesión de la legitimación en el art. 524 LSC como precedente. Implicaciones para la hidden morphable ownership.

A) La Directiva 2007/36/CE y el voto transfronterizo.

Como se ha destacado anteriormente, nuestro sistema de registro de anotaciones en cuenta no toma en consideración la titularidad indirecta a los efectos de legitimar al verdadero titular económico de las acciones. No obstante, este tipo de titularidades principalmente asociadas a la inversión transfronteriza, aunque también puede darse supuestos de interposición local, sí han sido incorporadas en la Directiva 2007/36/CE con respecto a las dificultades para el ejercicio del voto. Entre sus objetivos, se han admitido los supuestos de interposición en la tenencia de valores sin quebrantar las normas de legitimación por lo que el intermediario sigue figurando como accionista formalmente, aunque en realidad está actuando por cuenta de sus clientes, quienes soportan el riesgo, es decir, los accionistas económicos⁹³⁶.

⁹³⁶ GARCIMARTIN ALFEREZ, F., J., “The UNIDROIT Project on intermeidated securites...”, 211, GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities...”: Esto lo que conlleva es que si determinamos que el A es el accionista cuando no es conocido por el emisor provoca incertidumbre para el emisor si este le exige los dividendos o se presenta en la junta general, lo que nos lleva a “corporate schizophrenia” de un lado la sociedad quiere conocer al accionista con el fin de conseguir el quorum de asistencia o que voten en favor de las propuestas del consejo, pero a su vez necesitan exactitud-p. 51-. Esto ha llevado a un nuevo abordaje del problema, poner el punto de atención no en quien es accionista sino en quien está legitimado para el ejercicio de los derechos asociados a la acción. “*Entitlement*” le da una solución tanto a inversor como emisor, lo que propone es definir realmente quien tiene derecho a ejercitar el voto en vez de quien tiene la propiedad de los derechos (pg. 52). Es decir, se considera a los intermediarios accionistas aunque no lo sean pues no soportan el interés económico y lo que se da al

En concreto, el art. 13 de la Directiva recoge dos formas de tenencia transfronteriza de acciones, esto es, la apertura de cuentas individuales a nombre de sus clientes por lo que no estaríamos ante un supuesto de tenencia indirecta⁹³⁷, y, las que nos interesan, las cuentas ómnibus como supuesto de tenencia indirecta. En el apartado 4 del precepto se admite el voto divergente que se manifiesta como un ejemplo de toma de decisiones de manera ascendente, pues el voto se formula por el inversor último y se eleva a través de la cadena de intermediarios hasta el intermediario que aparece como legitimado. El problema de este apartado es que no concuerda con los apartados 2-4, ya que en los mismos se afirma que el intermediario no actúa por cuenta propia por el hecho de abrir una cuenta ómnibus, por lo que no podría considerarse como accionista formal; no obstante, de la dicción literal del apartado 5 se desprende que sí está actuando en nombre propio. Asimismo, el apartado 5 representa una derogación del 10. 1 para los supuestos de tenencia indirecta pues admite otorgar varios poderes de representación para repartir entre los inversores finales en función de la cuota que representan cada uno⁹³⁸. De lo anterior se puede inferir que el apartado 5 del artículo 13 está admitiendo la cesión de la legitimación que se aproxima a la representación indirecta u oculta⁹³⁹ mediante la cual se pretende devolver al titular económico el poder de voto cuando las normas de legitimación del Estado miembro de la sociedad emisora otorgan la condición de legitimado al intermediario que actúa por cuenta ajena⁹⁴⁰. Por ello, a diferencia del voto divergente, la cesión de la legitimación desciende a través de la cadena de intermediación hasta llegar al inversor final. En suma, lo que ha pretendido la Directiva fue cambiar el punto de vista del problema de la inversión transfronteriza⁹⁴¹ a través del *entitlement approach*; es decir, en vez de identificar quién tiene la propiedad

verdadero inversor último es un derecho a votar “proxy holder” el custodia delega el voto en el proxy holder (p. 52). Este es el camino seguido en la UE Directiva 2007, por lo que en aquellos países en los que no se divide la propiedad, se habrá de reconocer teóricamente la “cesión de legitimación” pero no será suficiente pues quien proba que este transfer of entitlement se ha producido, entiende que será en la persona que dice que se ha producido el transfer (p. 57).

⁹³⁷ No se mención a las cuentas individuales de intermediario –a las que sería aplicable el art. 10-

⁹³⁸ RODRIGUEZ ARTIGAS, F., “La Directiva 2007/36/CE pretende eliminar el posible obstáculo que supone para la representación una limitación en el número de representantes que pueda tener un mismo accionista conforme a la legislación nacional” GARCIMARTIN ALFÉREZ, RDS.: Solo si se entiende que el intermediario que abre una cuenta global actúa en nombre propio peor por cuenta ajena sería necesario derogar el principio que establece el art. 10.1 relativo a la imposibilidad de que un mismo accionista designe a más de un representante

⁹³⁹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F., “Ejercicio del derecho de voto e intermediarios financieros: el infeliz artículo 524 LSC”, *RMV*, N°10, 20112

⁹⁴⁰ MARTINEZ MARTINEZ, M.T, p. 6

⁹⁴¹ No obstante, como veremos posteriormente, vuelve a producirse un cambio de perspectiva con el fin de identificar al accionista en la reforma del 2015.

de los derechos se define quién tiene el derecho al ejercicio de los derechos de voto⁹⁴²; de este modo, el intermediario se sitúa como un accionista aparente o formal al no soportar el riesgo económico, mientras quien hace frente al mismo, esto es, el inversor último, se le concede el derecho de voto al delegar el accionista formal el voto en éste⁹⁴³.

B) La cesión de la legitimación como obstáculo para la transposición de la Directiva a nuestro ordenamiento.

La dificultad que supuso la transposición del art. 13 a nuestro ordenamiento obedecía a que no se contempla la escisión de la propiedad –en este caso, la acción–, aunque se llevasen a cabo de *facto* cuando en supuestos de tenencia indirecta de acciones se divide la titularidad formal y real⁹⁴⁴. En efecto, en relación al ejercicio del voto, la situación inicial de nuestro ordenamiento es que el ejercicio del voto puede realizarse bien directamente por el accionista o bien por un tercero como representante directo en nombre del accionista⁹⁴⁵. Se guarda silencio en relación a la posibilidad del ejercicio del voto por cuenta de otro en nombre propio por lo que habría de incorporarse a nuestro ordenamiento la cesión de la legitimación como una excepción al principio de inescindibilidad de la acción⁹⁴⁶. Por el contrario, en otros ordenamientos, como en el caso de Alemania, a través de la *legitimationsübertragun* se atribuye la legitimación para el ejercicio de los derechos del socio a un tercero al dotarle de la apariencia de accionista, ejerciendo los derechos en nombre propio aunque el cedente preserva la titularidad de la acción⁹⁴⁷. Estamos así ante un accionista de legitimación equivalente a

⁹⁴² YANES YANES, P., El voto transfronterizo, problemas y orientaciones político-legislativas en la Unión Europea en RODRIGUEZ ARTIGAS, F. (Coord.) *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, Vol. 1, 2006, ISBN 84-9767-424-3, págs. 485-486: “tanto la designación al tenedor último de los valores como el voto del intermediario siguiendo instrucciones, son maneras de articular la investidura indirecta de aquel, ante la dificultad y la resistencia que ofrece su investidura directa como titular del derecho de voto –reconocimiento como accionista por parte de la sociedad emisora.

⁹⁴³ GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities...”, *op. cit.*, p. 52.

⁹⁴⁴ MARTINEZ MARTINEZ, M., “La Directiva sobre el ejercicio...”, *op. cit.*, p. 559-60, RODRIGUEZ ARTIGAS, F., “Comentarios a las recomendaciones...” 59 y 60, RECALDE.

⁹⁴⁵ In extenso, PERDICES HUETOS, 2010, p. 77.

⁹⁴⁶ No será suficiente pues quien probara que este *transfer of entitlement* se ha producido, entiende que será en la persona que dice que se ha producido el *transfer*, GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities...”, p. 51.

⁹⁴⁷ En referencia a la *ermachtigung* que es la autorización del titular es el fundamento jurídico de su licitud en derecho alemán aunque posteriormente fue reconocida legalmente en la AKTG. p. 80. Asimismo la tipología de la acción han de ser al portador, el poseedor del título se le otorga la legitimación; mientras que en el caso de las acciones nominativas habría de procederse a la inscripción en el libro registro dada que esa inscripción confiere la legitimación, RONCERO SANCHEZ, A., *Representación del accionista en la junta general de la sociedad anónima*, McGraw-Hill Interamericana de España, 1996, p. 79.

la representación indirecta u oculta del accionista en tanto que la actuación es en nombre propio pero por cuenta del verdadero accionista.

Entre nuestra doctrina, la cesión de legitimación se ha encuadrado tradicionalmente como una figura de carácter intermedio entre la representación y el negocio fiduciario, análoga al endoso por apoderamiento⁹⁴⁸. No se puede equiparar a la representación, pues falta el elemento de ajenidad ya que el cesionario actúa en nombre y en interés propio. No obstante, se ha alertado de una concepción incorrecta de la cesión pues en Derecho comparado el accionista de legitimación actúa en nombre propio pero en interés del verdadero accionista⁹⁴⁹. Asimismo, tampoco es un negocio fiduciario porque no hay una verdadera transmisión de la propiedad en la cesión de la legitimación si bien es cierto que en el negocio fiduciario se pacta la restitución del bien al antiguo propietario⁹⁵⁰. En particular, se ha apuntado a la asimilación de la cesión fiduciaria al *voting trust* inglés, pero con diferencias pues en el *trust*, el *trustee* emite un certificado acreditativo de las acciones que gestiona. Lo que ocurre en nuestro caso es una transmisión con su consiguiente reflejo en la anotación en cuenta, obteniendo así el anonimato del titular y evitar el recurso a la representación en cada junta⁹⁵¹. Esta transmisión fiduciaria se ha considerado válida salvo que se pretenda con la misma eludir el cumplimiento de normas de derecho societario que podría motivar la impugnación del acuerdo por fraude de ley en caso de que el voto del cesionario fuere determinante para la adopción del acuerdo⁹⁵².

⁹⁴⁸ *El así legitimado ejercita un derecho ajeno en propio nombre pero en interés del verdadero titular, y por tanto se le pueden oponer las excepciones que cupiesen a la sociedad contra el endosatario, previa prueba por esta de su carácter tal*", *vid.* RONCERO SANCHEZ, A., Representación del accionista...", p. 82.

⁹⁴⁹ Al respecto de la *legitimationsübertragung* RONCERO SANCHEZ, A., Representación del accionista...", p. 82, establece que comprende el ejercicio del voto por el cesionario en nombre propio aunque bajo las instrucciones del accionista o en caso de no existir el sentido del voto había de ser interés del accionista. La razón por la que se generó esta práctica en Alemania es porque dicho ordenamiento solo contemplaba la representación directa, sin abarcar la representación mediata u oculta, extremo que no se asemeja al español pues sí se admite la representación mediata. En este mismo sentido, PANTALEON, F., "Las acciones. Copropiedad...".

⁹⁵⁰ Si bien críticamente examinada este tipo de negocios se ha concluido que estaríamos ante un negocio simulado, que en realidad no se ha transmitido la propiedad al fiduciario, lo que en realidad se ha transmitido es una titularidad fiduciaria del bien en virtud del "pacto fiduciario, *vid.* RONCERO SANCHEZ, A., Representación del accionista...", p. 83.

⁹⁵¹ Se ha alegado que la cesión fiduciaria de acciones es una vía para la obtención de la representación para el ejercicio del derecho de voto de manera encubierta.

⁹⁵² In extenso, CAMARA LAPUENTE, "Operaciones fiduciarias o trust en Derecho español", *Revista crítica de derecho inmobiliario*, 75, N° 654, 1999, pp. 1757-1866.

En todo caso, dadas las similitudes apreciadas, se podría concluir que la cesión de la legitimación como un supuesto de representación indirecta nos situaría ante una titularidad de carácter fiduciario⁹⁵³ (particularmente asimilable a la *fiducia cum amico*). Al fiduciario (representante o mandatario) se le proporcionan las acciones transmitidas del fiduciante al fiduciario con el fin de que pueda cumplir el mandato encomendado. Por lo tanto, el accionista (fiduciario) aparece como legitimado y presunto titular al constar en el registro de anotaciones en cuenta; no obstante, ejercerá el derecho de voto en el sentido que le instruya el fiduciante pues es el verdadero propietario⁹⁵⁴. Por esta razón, un sector doctrinal ha considerado que en la cesión de legitimación no se produce una disociación entre la titularidad de la acción y el derecho de voto, sino entre la titularidad real de la acción y su apariencia⁹⁵⁵ ya que estamos frente a un accionista ficticio o aparente en el marco de la representación –de la representación indirecta, que es auténtica representación-⁹⁵⁶. Este fenómeno se manifiesta en varios supuestos tales como es el caso de interposición o en el voto transfronterizo, donde el subcustodio será el accionista de legitimación o aparente, que ostenta la titularidad fiduciaria de las acciones a través de un pacto con el inversor real relativo a dicha gestión. El subcustodio (como accionista de legitimación) ejercita los derechos del socio dado que es el titular formal en base a la inscripción en el registro y la autorización que ha obtenido del inversor último o titular real⁹⁵⁷. Pues bien, de acuerdo a nuestro objeto de

⁹⁵³ RONCERO SANCHEZ, A., Representación del accionista..., p. 84.

⁹⁵⁴ AA.VV. Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas, p. 628-629: “la cesión de la legitimación es una transmisión simulada de la participación que crea frente a la sociedad una apariencia de titularidad con el fin de permitir a un tercero el ejercicio en nombre propio de los derechos sociales del socio. Este permanece como verdadero titular de la participación y por cuya cuenta e interés actúa el socio aparente. Esta transmisión encubre un apoderamiento asimilándose a un endoso cambiario pleno que oculta en las relaciones internas un endoso de apoderamiento—Alemania la transmisión de la legitimación a través de endoso así genera a la sociedad la apariencia de transmisión.

⁹⁵⁵ PANTALEON, F., “Las acciones. Copropiedad...”, p. 25.

⁹⁵⁶ Ibid. 630

⁹⁵⁷ En las cuentas ómnibus la titularidad aparente de la entidad custodia sobre la cuenta ómnibus es de carácter fiduciaria, es una titularidad fiduciaria fáctica. La extensión de dicha titularidad depende de la relación jurídica que se haya establecido entre el inversor y la entidad custodia, cuya finalidad de la apertura de la cuenta ha sido en interés y por cuenta del inversor último. Entonces, dada la relación jurídica, con independencia de que la entidad custodia fuere el titular aparente de los valores, ello no afecta a la titularidad real del inversor por ello puede ser oponible dicha titularidad real al titular real, vid. SANTILLÁN FRAILE, I., “Cuentas ómnibus y régimen de separación...” p. 17. Asimismo ocurre en los supuestos de ADR, En esta misma línea, sucede en los american depositary shares de sociedades cotizadas españolas donde también se da una suerte de “interposición fiduciaria en el ejercicio de los derechos sociales” pues el banco depositario es quien se encuentra legitimado para el ejercicio el derecho de voto de las acciones que comprenden el ADS-, MARCOS, F., *Las depositary shares*, Civitas, 2007, p. 358-. También es un accionista fiduciario dado el pacto ajeno a la sociedad por lo que no es oponible a la misma la relación fiduciaria creada - MARCOS, F., *Las depositary shares*, Civitas, 2007, p. 361- ni la posición del titular del ADS como beneficiario de la relación fiduciaria

estudio, el *decoupling* no solo se logra la disociación entre la titularidad formal y real, sino también entre la escisión del derecho de voto y el riesgo económico de la acción, pues quien consta en el último eslabón de la cadena como *beneficial owner* puede que no lo sea si ha cubierto su posición, por lo que un tercero oculto pueda ser quien soporte el riesgo de la inversión⁹⁵⁸.

Dada la ausencia de regulación en nuestro ordenamiento de la titularidad fiduciaria de acciones como tipo de representación indirecta, se manifiesta la dificultad para su admisión debido al sistema causalista de transmisión de derechos⁹⁵⁹. Asimismo, el segundo inconveniente se refiere al régimen de representación al accionista ya que debido a su naturaleza imperativa se estaría incumpliendo a través de la transmisión fiduciaria de acciones⁹⁶⁰. A mayor abundamiento, la DGRN no admite la cesión de legitimación en nuestro ordenamiento aunque en la resolución de la DGRN de 9 de diciembre de 1997 plantea una excepción en el Fundamento de Derecho 2º⁹⁶¹ en

⁹⁵⁷. El titular del ADS recibirá los resultados del ejercicio de los derechos de manera indirecta, respecto al derecho de voto bien lo ejercita a través de la delegación –hasta realizando una delegación recíproca pues como titular del ADS- o bien se puede transmitir las acciones de manera temporal -través de la transmisión temporal de la acción, *vid.* MARCOS, F., *Las depositary shares*, Civitas, 2007, pp. 364-365.

⁹⁵⁸ En particular, en casos de hidden morphable ownership donde la parte corta del instrumento financiero haya cubierto dicha posición con las acciones que se haya referenciado el instrumento figura como el titular económico último, cuando en realidad, soporta el riesgo la parte larga que permanece oculto y hasta puede direccionar el sentido del voto. En casos de abuso de la record date, por ejemplo mediante a supuestos de tenencia temporal de acciones, a través de préstamo de valores, que se finalizan tras la record date, quien aparece como titular económico al final de la cadena ya no lo es al finalizar el préstamo.

⁹⁵⁹ RECALDE, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La posición jurídica de socio en las sociedades de capital: un análisis tópico de los derechos políticos del accionista” en AA.VV. *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, Vol. 1, 2007. En definitiva, el titular registral tiene la condición de accionista bien por el recurso a la representación indirecta o cesión de legitimación, o bien, el accionista de legitimación. Supuesto diferente al accionista fiduciario, donde tienen la titularidad plena a través de un negocio fiduciario (cum amico o cum creditore) que tiene a su vez la obligación de volver a transmitir al fiduciante la acción –situación no válida pues la transmisión en nuestro ordenamiento es causal, no serían apropiadas para transmitir la propiedad la causa de administración o gestión y la causa fiducie -la causa de garantía- pues no son reales; *vid.* DE CASTRO Y BRAVO, F. *El negocio jurídico*. Civitas, 2002.

⁹⁶⁰ RECALDE CASTELLS, A. J. , “Publicidad de los datos personales incluidos en los registros de accionistas”,

RDS, Nº 18, 2002, p. 80, en contra de la admisibilidad de la representación oculta, no sería posible, el ejercicio de los derecho de voto en nombre propio aunque en interés y por cuenta de su titular. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La posición jurídica de socio en las sociedades de capital: un análisis tópico de los derechos políticos del accionista” en AA.VV. *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde*, Vol. 1, 2007, p. 554: A caballo entre el poder y el contrato fiduciario y de forma análoga al endoso de apoderamiento, la cesión ordinaria del derecho de voto por la vía de la cesión legitimadora ha sido objeto de rechazo generalizado en aplicación del 93. 95. 103. 104. 111 LSA.

⁹⁶¹ RDGN de 9 de diciembre de 1997, Fundamento de Derecho 2º: “De tratarse de una cesión meramente representativa, para el ejercicio del derecho de voto en nombre ajeno, estaríamos ante un supuesto de representación y como tal revocable, mas, en este caso en que la presencia en la Junta del socio

relación a los negocios fiduciarios, admitiendo la cesión de la titularidad y los derechos de la acción válida frente a sociedad y terceros con independencia de los términos del pacto de fiducia⁹⁶². No obstante, los partidarios de su admisión consideran que la cesión de legitimación equivale a otorgar la representación mediata en la que el cesionario aparece como el titular del derecho, pero en realidad se trata de un mero representante mediato que se prolonga en función de la duración de la cesión⁹⁶³. Surge así la cesión de la legitimación a través de un pacto, lo que se traduce en que, en la representación indirecta, el legitimado actúa en nombre propio pero por cuenta del inversor último, en base a la relación interna establecida⁹⁶⁴. Esta posibilidad sería admisible siempre que se verifique el pacto de cesión y no sea una apropiación de la legitimación no consentida, de ahí que pueda liberarse la sociedad realizando las prestaciones⁹⁶⁵.

Por todo lo anterior, se puede concluir que nuestro legislador admite la representación con poder, pero ello no significa que automáticamente excluya la representación sin poder⁹⁶⁶, salvo que fuera con ánimo defraudatorio. Bien es cierto que, dado los caracteres de la sociedad anónima, como es el hecho de la representación por poder para cada junta en la que se ha de concretar quién es el apoderado y el accionista a quien representa, no encajaría la representación sin poder u oculta. De lo que se desprende que la publicidad de las relaciones de representación⁹⁶⁷ en la sociedad anónima impide la cesión de legitimación, salvo la previsión de la DGRN y el *soft law*. En efecto, entre las

propietario es de por sí causa legal de revocación de la misma (cfr. artículo 106.3 de la Ley de Sociedades Anónimas). De ser un negocio fiduciario, y sin entrar a considerar ahora su posible validez, la cesión frente a terceros, incluida la propia sociedad, lo sería de la titularidad de las acciones con todos sus derechos, con independencia del alcance que entre las partes tuviera en virtud del pacto de fiducia.”

⁹⁶² A este respecto, *vid.* Ana Muñoz, abre la puerta a la inscripción en el registro atribuyendo legitimación y significa que un tercero puede ejercitar en nombre propio los derechos del socio con independencia de la relación interna entre depositario y fiduciante: En suma, el titular registral goza de la condición de accionista, ya sea porque se acude a la representación indirecta o cesión de legitimación bien a la fórmula de accionista de legitimación el cual anuda a la legitimación formal la legitimación material propia de la titularidad de las acciones, dotada no obstante de carácter fiduciario. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La posición jurídica de socio...”, *op. cit.*, pp. 554-555.

⁹⁶³ PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios...*, *op. cit.*, p. 91.

⁹⁶⁴ PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios...*, *op. cit.*, LUTTER, pp.92-93: como en las relaciones internas rige el derecho de los contratos, así en la representación indirecta, donde el legitimado ejercita los derechos ajenos en nombre propio pero por cuenta del verdadero titular. VICENT CHULIA, F., “Nota sobre convocatoria e información previa a la junta en la sociedad cotizada española”, *RDM*, nº287, 2013: Si bien es cierto que puede que el intermediario incumpla tanto el ejercicio de derechos en interés del inversor último o se apropie de los dividendos sin embargo no abarcaría la transmisión de las acciones, pues sería necesario el certificado de propiedad de las mismas cosa que no acontece cuando se pretende la asistencia a la junta pues la tarjeta de junta no equivale a un certificado de propiedad, donde figura el accionista formal, como legitimado con independencia de la verdad titularidad de las acciones.

⁹⁶⁵ PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios...*, *op. cit.*, p. 91.

⁹⁶⁶ PANTALEON, F., “Las acciones. Copropiedad...”, p. 26.

⁹⁶⁷ RONCERO SANCHEZ, A., Representación del accionista..., p. 86 y DGRN 9 diciembre 1997

Recomendaciones complementarias al Código Unificado, la Recomendación 6º sobre el Fraccionamiento del Voto relativo a la posibilidad del ejercicio del voto por parte de accionistas extranjeros abogaba por la admisión de la cesión de legitimación pues señalaba “que las sociedades permitan fraccionar el voto a fin de que los intermediarios financieros que aparezcan legitimados como accionistas , pero que actúen por cuenta de clientes distintos, puedan emitir sus votos conforme a las instrucciones de estos”. Lo que implica que lo que el Código Unificado estaba reconociendo es que, en aquellos casos en que los intermediarios financieros actúen como accionistas fiduciarios “por cuenta de sus clientes”, se admite el voto divergente. Por ello, la recomendación, además de la admisión del voto divergente, se supedita a los casos en que ocurra una cesión de legitimación sin plantearse la licitud de la cesión de legitimación, que como hemos visto, resulta cuestionable dada la publicidad de las relaciones de representación. En consecuencia, el Código Unificado tendría que haber procedido a recomendar la modificación del régimen de representación en atención a lo dispuesto por la doctrina con el fin de incorporar la cesión de la legitimación, o bien, considerar su encaje en nuestro ordenamiento; del mismo modo, cabría la mejora de la formulación de la recomendación especificando a qué se refiere con intermediarios⁹⁶⁸ y examinar la viabilidad de su extensión a las sociedades gestoras de las IIC⁹⁶⁹.

C) La Transposición de la Directiva a nuestro ordenamiento: la primera versión del art. 524 LSC.

La necesaria modificación del legislador⁹⁷⁰ del sistema de representación con el fin de transponer el art. 13 de la Directiva 2007/36/ CE⁹⁷¹ y así dar reconocimiento legal a la

⁹⁶⁸ Haciendo eco de las propuestas de mejora, *vid.* RODRIGUEZ ARTIGAS, F., “Comentarios a las recomendaciones.

⁹⁶⁹ TAPIA.

⁹⁷⁰ Así SANCHEZ CALERO; VARA DE PAZ, N., “La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta”, *Documentos de Trabajo del Departamento Derecho Mercantil*, Nº12, 2007- Intermediario puede votar en nombre propio y en nombre del accionista, alertando sobre la imposibilidad de dicha admisión en nuestro ordenamiento.

⁹⁷¹ Artículo 13 Supresión de ciertos obstáculos al ejercicio efectivo del derecho de voto

1. El presente artículo se aplicará cuando una persona física o jurídica reconocida como accionista por la legislación aplicable actúe a título profesional en nombre de otra persona física o jurídica («el cliente»).
2. Cuando la legislación aplicable supedita el ejercicio del derecho de voto de un accionista en el sentido del apartado 1 a obligaciones de información, dichas obligaciones no podrán exceder la comunicación de una lista en la que se indique a la sociedad la identidad de cada cliente y el número de acciones respecto de las cuales se ejerce el derecho de voto en su nombre.
3. Cuando la legislación aplicable imponga requisitos formales en cuanto a la autorización de un accionista en el sentido del apartado 1 para ejercer el derecho de voto, o en cuanto a las instrucciones de voto, dichos requisitos formales no excederán de lo necesario para la identificación del cliente, o para

cesión de la legitimación fue inadecuada. Si bien es cierto que el legislador español ya contaba con un obstáculo de origen pues la traducción española de la Directiva no se correspondía con la versión en otras lenguas de la UE; por el contrario, en la Propuesta de Directiva si se reproducía fielmente el sentido de la versión oficial⁹⁷². En efecto, mientras que la versión en castellano se refiere a “una persona física o jurídica reconocida como accionista por la legislación aplicable actúe a título profesional en nombre de otra persona física o jurídica («el cliente»)", en la versión inglesa se hace referencia a “*natural or legal person who is recognised as a shareholder by the applicable law acts in the course of a business on behalf of another natural or legal person (the client)*"⁹⁷³. Se detecta el error de la traducción⁹⁷⁴ ya que mientras que en la versión inglesa hace referencia a la actuación por cuenta de otro (“on behalf of”), en la versión española tanto del art. 13 como del 10 se refieren a la actuación en nombre de otra persona física o jurídica (el cliente)⁹⁷⁵.

Este error de traducción contribuyó a su incorrecta transposición a nuestro ordenamiento en el art. 524 LSC⁹⁷⁶ pero a su vez se agravaba⁹⁷⁷ al prever en este

poder verificar el contenido de las instrucciones de voto, respectivamente, y resultarán proporcionados para alcanzar dichos objetivos.

4. Un accionista en el sentido del apartado 1 estará autorizado a emitir votos de distinto signo en función de las acciones a las que estén vinculados.

5. Cuando la legislación aplicable limite el número de representantes que puede nombrar un accionista de conformidad con lo dispuesto en el artículo 10, apartado 2, dicha limitación no impedirá a un accionista en el sentido del apartado 1 del presente artículo otorgar una delegación de voto a cada uno de sus clientes o a un tercero designado por un cliente.

⁹⁷² Discordancia que no se daba en la propuesta de Directiva por la Comisión donde se indicaba: 1. Los Estados miembros garantizarán que cualquier persona física o jurídica que, con arreglo a sus legislaciones, pueda mantener valores en el curso de una actividad empresarial por cuenta de otra persona física o jurídica, pueda mantener estos valores en cuentas individuales o combinadas; pero que ya se aprecia en la enmienda 52 del proyecto de resolución legislativa del Parlamento Europeo donde se traduce la actuación por cuenta de otra por actuación en nombre de otra persona. A este respecto, Artigas y MARTINEZ MARTINEZ, M., “La Directiva sobre el ejercicio...”, *op. cit.*, p. 55 *vid.* westlawinsignis, “se produce una paradoja”, Garcimartine, nº10, 2012.

⁹⁷³ Lo mismo ocurre en la francesa, italiana o alemana, así *vid.* maite 55-56

⁹⁷⁴ Al respecto de la traducción *vid.* MARTINEZ MARTINEZ, M., “La Directiva sobre el ejercicio...”

⁹⁷⁵ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “Ejercicio del derecho de voto e intermediarios financieros:: el infeliz artículo 524 LSC”, *RDMV*, p. 45-245

⁹⁷⁶ Artículo 524. Relaciones entre el intermediario financiero y sus clientes a los efectos del ejercicio de voto.

1. Una entidad que preste servicios de inversión, en su condición de intermediario financiero profesional, podrá ejercitar el derecho de voto en una sociedad anónima cotizada, en nombre de su cliente, persona física o jurídica, cuando éste le atribuya su representación.

2. En el supuesto que se contempla en este artículo, un intermediario financiero podrá, en nombre de sus clientes, ejercitar el voto en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubiera recibido. Para ello, tendrá que comunicar a la sociedad emisora, en los términos previstos en el apartado 4 de este artículo, el sentido en el que emitirá el voto.

precepto un supuesto distinto al que se recoge en la versión oficial de la Directiva y la traducción española⁹⁷⁸. En vez de procederse a la transposición del voto intermediado en casos de titularidad fiduciaria o formal por intermediario financiero, el precepto en el apartado primero se refería al cliente como accionista que delega el voto en el intermediario o bien, en el apartado tercero, se admite la posibilidad de que dicho intermediario que le fue delegado lo subdelegue en un tercero. Por tanto, estamos ante un supuesto de representación directa en el que el cliente bien delega el voto en una entidad que preste servicios de inversión, en su condición de intermediario financiero profesional⁹⁷⁹ o un tercero (al referirse al subapoderamiento⁹⁸⁰). El precepto en cuestión supuso una reiteración de las normas generales de representación que se recogen en los arts.184 y ss. de la LSC y con respecto a la sociedades cotizadas en el art. 522 LSC⁹⁸¹ así como en el tercero al hacer referencia al subapoderamiento. Pero a su vez, en el apartado cuarto, se incrementaban las exigencias respecto a los citados preceptos ya se imponía en el apartado segundo unos deberes adicionales de información al

3. El intermediario financiero podrá delegar el voto a un tercero designado por el cliente, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas, salvo prohibición estatutaria.

4. Los intermediarios que reciban representaciones deberán comunicar a la sociedad emisora, dentro de los siete días anteriores a la fecha prevista para la celebración de la junta, una lista en la que indiquen la identidad de cada cliente, el número de acciones respecto de las cuales ejerce el derecho de voto en su nombre, así como las instrucciones de voto que el intermediario haya recibido, en su caso.

⁹⁷⁷ La crítica *vid.* HERNANDEZ PEÑASCO, R., “El voto transfronterizo mediante intermediario financiero: el artículo 524 de la Ley de Sociedades de Capital”, *RDS*, 40, 2013, p. 268-269, Rodríguez Artigas, 603 recogiendo en la nota 82 que ya en el periodo de elaboración el Grupo popular proponía enmiendas de modificación del artículo y la explicación.

⁹⁷⁸ RODRIGUEZ ARTIGAS., F., “Participación en la Junta por medio de representante” en AA. VV. *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital: (Real Decreto Ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Ley 1/2012)*, p. 604.

⁹⁷⁹ La doctrina, entre otros, MATEU DE ROS CEREZO, R., “La tenencia indirecta...”, p. 23, concluía que solo se refiere a entidades de crédito o empresas de servicio de inversión, no siendo subsumible la inversión institucional de primer grado IIC pero sí algunas de segundo grado como son las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión pero no Fondos de pensiones ni entidades aseguradas. A su vez queda fuera de este precepto la tenencia indirecta por personas que no sean intermediarios financieros, sino que sea otra persona física o jurídica –como casos de empty voting o hidden morphable ownership que provoca la disociación entre propiedad formal y económica.

⁹⁸⁰ RODRIGUEZ ARTIGAS., F., “Participación en la Junta por medio de representante” en AA. VV. *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital: (Real Decreto Ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Ley 1/2012)*, p. 607.

⁹⁸¹ RODRIGUEZ ARTIGAS., F., “Participación en la Junta...”, p. 604, MARTINEZ MARTINEZ, M., “La Directiva sobre el ejercicio...”, VICENT CHULIA, F., “Nota sobre convocatoria...”, *op. cit.*: “Junto a otros supuestos legales de representación indirecta, como el fundador aparente de sociedad (art. 30.2 LSC) y el usufructuario de acciones y participaciones sociales cuando la Ley le legitima para el cobro de dividendos que corresponden al primero, según el régimen del usufructo, por ejemplo, si proceden de reservas preexistentes a la constitución del mismo (art. 127.1 LSC). La situación de accionista fiduciario se superpone a una relación de representación indirecta. Pero el art. 524 LSC ha regulado la situación del intermediario financiero como representación directa, repitiendo la norma del art. 522 LSC”.

representante en tanto que se le exigía que informase⁹⁸² a la sociedad sobre las instrucciones de voto del accionista al que representa, lo que situaba al emisor de valores como supervisor de una relación de carácter entre el accionista y su representante⁹⁸³. Esta norma resultaba innecesaria en nuestro ordenamiento ya que no se establecían exigencias informativas a los representantes del accionista en el art. 186 LSC sino a las entidades encargadas del registro de anotaciones en cuenta⁹⁸⁴. La doctrina infiere que a través del 524 LSC se intentó reconocer al accionista económico pero sin haber cambiado el principio de legitimación formal, obligando al intermediario a informar de la titularidad económica para poder votar⁹⁸⁵. A mayor abundamiento, el apartado 2 tampoco hacía referencia al voto divergente sino al voto en sentido contrario en casos de representación a varios clientes o plural que ya se recogía en el art. 522. 4 LSC⁹⁸⁶, pues en el voto divergente hace regencia al voto ejercido de manera diferente en relación a un paquete accionarial que es propietario sólo un accionista⁹⁸⁷.

Por todo ello, la doctrina mantuvo diferentes tesis con respecto a la aplicación del precepto. En base a una interpretación literal del precepto reportaba una carga adicional de información en el supuesto concreto de delegación del voto a un intermediario profesional; por el contrario, los titulares fiduciarios o *nominees* que contempla la Directiva y recomendaba el CUBG no se encuentran sometidos a la misma⁹⁸⁸. Como consecuencia, la interpretación de la norma no solucionaría el voto intermediado o transfronterizo pues “las relaciones entidad depositaria-cliente existen al margen de la relación formal sociedad emisora-accionista⁹⁸⁹”. Mientras si se optaba por una interpretación analógica para llevar a cabo una interpretación conforme con la Directiva 2007 se reconduciría su aplicación a aquellas situaciones de tenencia indirecta en los

⁹⁸² GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “Ejercicio del derecho de voto e intermediarios financieros: el infeliz artículo 524 LSC”, *RDMV*, p. 246.

⁹⁸³ Vid. por todos, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “Ejercicio del derecho de voto...”, p. 241 y ss.

⁹⁸⁴ A este respecto, se ha criticado por VICENT CHULIA, F., “Nota sobre convocatoria...”, críticas, Chulia, Normas sobre convocatoria, MARTINEZ MARTINEZ, M., “La Directiva sobre el ejercicio..”, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “Ejercicio del derecho de voto...”, p. 245., RODRIGUEZ ARTIGAS., F., “Participación en la Junta...” pp. 608-609.

⁹⁸⁵ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., El artículo 524 LSC y el juego del teléfono escacharrado, 2 de septiembre de 2011, disponible en: <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2011/09/el-articulo-524-lsc-y-el-juego-del.html>

⁹⁸⁶ RONCERO SANCHEZ, A., Representación del accionista..., pp. 87-88, RODRIGUEZ ARTIGAS., F., “Participación en la Junta...” p. 608., 246 RMV

⁹⁸⁷ La crítica *vid.* HERNANDEZ PEÑASCO, R., “El voto transfronterizo mediante intermediario...”, p. 268-269.

⁹⁸⁸ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “Ejercicio del derecho de voto...”, p. 249.

⁹⁸⁹ MATEU DE ROS CEREZO, R., “La tenencia indirecta...”, p. 24.

que la legitimación se encuentre en la entidad financiera, en ese caso le exigiría el deber de información sobre el inversor último beneficiario al que se le hubiere delegado el voto⁹⁹⁰. Esta última interpretación ha suscitado críticas pues no resultaría factible acudir a la Directiva con el fin de revertir la interpretación literal del art. 524 ya que el sentido de la norma es facilitar el ejercicio del voto y no la imposición de más obstáculos como es una carga adicional informativa⁹⁹¹. De cualquier modo, el impacto del 524 en el voto transfronterizo no fue tal porque no era aplicable a los inversores últimos que quisieren ejercer el derecho de voto en la junta. Éstos tenían como único apoyo la Recomendación 6ª del CUBG y su plasmación a través de su reconocimiento por los Reglamentos de Sociedades Cotizadas⁹⁹² y el recurso a procedimientos *ad hoc* electrónicos como es el sistema *Swift* que ha facilitado el voto por el inversor final⁹⁹³.

D) La antesala de Ley 31/2014: Las enmiendas al 524 en la Propuesta del Código Mercantil y el posicionamiento del Tribunal Supremo sobre la cesión de la legitimación.

La Propuesta de Código Mercantil de 2013 enmienda el error de traducción y transposición del art. 524 LSC en el art. 283-19 al regular el ejercicio del derecho de voto por intermediarios financieros por cuenta de sus clientes⁹⁹⁴. En el primer apartado,

⁹⁹⁰ Ibid., p. 24

⁹⁹¹ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “Ejercicio del derecho de voto...”, p. 246; aunque, LEON SANZ, F., “La adaptación del derecho español a la directiva sobre derechos de socios en materia de solicitud pública de representación en sociedades cotizadas (the incorporation of the directive on the exercise of certain rights by shareholders of listed companies to spanish law on proxies)” *Working Paper IE Law School* AJ8-181 31-01-2012, p. 16, afirma que el cambio fomentaría la transparencia en tanto se conociera al inversor último implica una obstaculización del ejercicio del derecho de voto.

⁹⁹² *vid.* RODRIGUEZ ARTIGAS, F., “Participación en la Junta...”, pp. 611- 613.

⁹⁹³ *vid.* GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I. “Los mecanismos de identificación y legitimación...”, *op. cit.*, 24.

⁹⁹⁴ Artículo 283-19. Ejercicio del derecho de voto por intermediarios financieros por cuenta de sus clientes

1. Una entidad que preste servicios de inversión, en su condición de intermediario financiero profesional, y que tenga inscritas las acciones de sus clientes en el registro de anotaciones de una sociedad cotizada, podrá ejercitar el derecho de voto, por cuenta de sus clientes, cuando tenga autorización previamente concedida por éstos. Con anterioridad al ejercicio del derecho de voto en una reunión determinada de la junta general, el intermediario financiero deberá dirigirse a su cliente y solicitarle instrucciones sobre la forma y sentido de ejercicio del derecho de voto. En caso de no recibirlas de algún cliente o de ninguno de ellos, el intermediario financiero ejercerá el derecho de voto de la forma que considere más adecuada a los intereses de cada uno de ellos.

2. En el supuesto que se contempla en este artículo, un intermediario financiero podrá ejercitar el voto en sentido divergente en cumplimiento de instrucciones de voto diferentes, si así las hubiera recibido.

3. El intermediario financiero podrá delegar el voto en un tercero designado por el cliente, sin que pueda limitarse el número de delegaciones otorgadas.

4. Los intermediarios que reciban autorizaciones deberán comunicar a la sociedad emisora, dentro de los siete días anteriores a la fecha prevista para la celebración de la junta, una lista en la que indiquen la

al reconocer la tenencia indirecta de acciones a través de un intermediario financiero profesional se valida la cesión de la legitimación⁹⁹⁵. El intermediario financiero profesional que aparece legitimado en el registro de anotaciones en cuenta ejercerá el voto por cuenta de sus clientes siempre que tenga su autorización previa. Del mismo, modo, en el caso de que no las reciba seguirá actuando por cuenta del cliente pues ejercerá el derecho de voto “de la forma que considere más adecuada a los intereses de cada uno de ellos”. En el PCM sí tenía sentido la admisión de la divergencia del sentido de voto pues quien aparece legitimado en el registro puede actuar por cuenta de varios clientes. Asimismo, se prevé la delegación inversa⁹⁹⁶, es decir, la delegación a un tercero por el cliente pero omite la delegación al propio cliente. Se mantiene los deberes de información del intermediario aunque se restringe a proporcionar una lista en la que indiquen la identidad de cada cliente por cuya cuenta actúen y el número de acciones que correspondan a cada uno de ellos. No obstante, de haberse aprobado el Anteproyecto de Código Mercantil nos encontraríamos en el mismo punto pues volvía a reproducir la redacción del art. 524 LSC.

A pesar de la fallida incorporación de la cesión de legitimación por el legislador, cabe destacar como el Tribunal Supremo procede a reconocer la cesión onerosa de la legitimación en la STS 608/2014. Los antecedentes de dicha sentencia se encuentran en la celebración de la junta general de accionistas de Iberdrola, S. A en la que uno de los accionistas asistentes, Residencial Monte Carmelo S. A, sociedad integrante del grupo ACS, vota en contra de varios acuerdos relativos a la modificación de estatutos y procede a la interposición de demanda de impugnación, entre otros motivos, por la redacción del art. 29. 2 que prohibía la cesión del derecho de voto con contraprestación: “el derecho de voto no podrá ser cedido, ni siquiera a través de la delegación de la representación, a cambio de ningún tipo de contraprestación o ventaja patrimonial”. La demanda fue desestimada por el Juzgado Mercantil nº 2 de Bilbao por lo que el accionista recurre en apelación y la AP de Vizcaya estima en parte su recurso pero no ha lugar al mismo en relación al citado apartado. Finalmente, la entidad interpuso recurso

identidad de cada cliente por cuya cuenta actúen y el número de acciones que correspondan a cada uno de ellos.

⁹⁹⁵ “Una entidad que preste servicios de inversión, en su condición de intermediario financiero profesional, y que tenga inscritas las acciones de sus clientes en el registro de anotaciones de una sociedad cotizada, podrá ejercer el derecho de voto, por cuenta de sus clientes, cuando tenga autorización previamente concedida por éstos”.

⁹⁹⁶ En este sentido, ZUBIRI SALINAS, M., “El representante del socio en las sociedades de capital”, Aranzadi, p. 162.

de casación contra la SAP Vizcaya. El tercer motivo del recurso se refería al artículo en cuestión y se planteaba la contravención del derecho de los accionistas a hacerse representar en junta, en concreto, la posibilidad de la delegación o cesión del voto con causa onerosa⁹⁹⁷.

El TS determina que resulta ilícita la privación del voto al accionista que asiste representado por aquel a quien ha cedido su derecho de voto por causa onerosa. La justificación se basa en que la LSC permite la cesión del derecho de voto a través de la representación, con independencia de que fuera onerosa o gratuita. A su vez, las normas de transparencia requieren la notificación de las participaciones significativas que se refieren a transferencia temporal y a título oneroso de los derechos de voto asociados a la acciones. Esta admisión no obsta para que el representante ejerza el derecho de voto de acuerdo con las instrucciones conferidas por los accionistas. El alto tribunal añadía que la Directiva 2007/36/CE introducía la prohibición de cláusulas limitativas de la representación en sociedades cotizadas por consiguiente, tal como establece el TJUE, el derecho nacional ha de interpretarse en consonancia con la Directiva aunque fueran disposiciones anteriores a su aprobación. Por esta razón, serían nulas aquellas que limiten la representación del accionista, salvo aquellas que prohíban la sustitución del representante por un tercero que serían válidas. En definitiva, la Sala del TS concluye la nulidad del acuerdo que aprobó dicha redacción estatutaria por contrario a la ley, “interpretada a la luz de la letra y la finalidad de la directiva comunitaria”, además añade que “lo hace en términos muy imprecisos dada la amplitud de la expresión “ningún tipo de contraprestación o ventaja patrimonial”, lo que otorga una gran discrecionalidad al presidente de la junta para no reconocer el derecho de voto al accionista representado⁹⁹⁸.

⁹⁹⁷ El recurrente argumentaba que el precepto contravenía las facultades de disposición de los socios puesto que se admite la posibilidad de disociar el derecho de asistencia o voto, en particular, tanto las normas de Derecho interno como de índole comunitaria pues admiten la posibilidad de transferir temporalmente el derecho de voto a título oneroso, así el art. 10. B Directiva 2004/109, 24. 1b RD 1362/2007 y STS 616/2012, STS 829/1997, STS 265/2006. A mayor abundamiento, la impugnación se añadía la falta de concreción pues utilizaba una terminología indeterminada como es “a cambio de ningún tipo de contraprestación o ventaja patrimonial”. En último término, la cláusula estaría limitando el derecho de los accionistas a hacerse representar disposición de origen comunitario cuya adopción fue anterior a la celebración de la junta aunque su transposición a España a través del 522. 1 LSC fuera posterior. Por su parte, la oposición de Iberdrola al Recurso se basaba en que el artículo 29. 2 no afecta al derecho de representación sino que lo que está prohibiendo es la compra de votos, extremo que no cubre las disposiciones relativas a las participaciones significativas que alegaba el impugnante pues no afectan al derecho sustantivo del derecho de voto sino que regulan el régimen de transparencia.

⁹⁹⁸ Fundamento de Derecho Séptimo.

La Sentencia suscitó diversas críticas en torno a la admisión de la delegación onerosa del derecho de voto. En particular, se discrepaba que la fundamentación utilizada para admitir la representación onerosa⁹⁹⁹ se acudiese a la normativa de transparencia de participaciones significativas¹⁰⁰⁰. El hecho de que se otorgue un poder de ejercicio del voto a cambio de una contraprestación no es un supuesto de representación sino que a través de un apoderamiento simulado se está encubriendo una compra de votos ilícita lo que provoca desvirtuar la figura de la representación¹⁰⁰¹. Aunque se admitiera dicha práctica, el hecho de que una cláusula estatutaria prevea la prohibición de otorgamiento de poder a cambio de una contraprestación no sería una limitación al derecho del accionista a su representación sino lo que se está impidiendo es que el ánimo de lucro del accionista a través del otorgamiento del poder de representación¹⁰⁰². En definitiva, lo que prohíbe la cláusula es la transmisión separada del derecho de voto a título oneroso por lo que no es justificable que el pacto estatutario sea nulo¹⁰⁰³.

E) El definitivo reconocimiento de la cesión de la legitimación a través de la Ley 31/2014.

Tras el avance del TS entorno a la admisión de la cesión onerosa del voto, unas semanas después de la sentencia, se aprueba la Ley 31/2014 que da una nueva redacción al art. 524 LSC y consigue la definitiva del transposición del 13. 3 así como la adaptación del

⁹⁹⁹ “La representación no implica una situación de cesión o transferencia del derecho de voto, sino de la legitimación a un sujeto para realizar en interés ajeno actos jurídicos con efectos inmediatos en el ámbito jurídico de otro. Hay que matizar entonces la afirmación de que la titularidad de la acción permite ceder el voto a través del otorgamiento de representación sino que “ la titularidad de la acción permite al accionista emitir un voto por sí o a través de persona autorizada para ello, que actuará en su interés, GALLEGU CORCOLES, A., “Regulación estatutaria de los derechos de información y de voto en una sociedad cotizada y cesión onerosa del derecho de voto a través de del otorgamiento de poder de representación (STS de 12 de noviembre de 2014)”, *RdS*, Nº 44, 2015, p. 372, en el mismo sentido, UREBA marrón, pg. 719

¹⁰⁰⁰ La normativa de transparencia no tiene la misma ratio que la prohibición de la cesión de votos en la LSC, *vid.* HERRERO MORANT, R., La cesión del derecho de voto en la sociedad cotizada. (A propósito de la Sentencia núm. 608/2014 del Tribunal Supremo, Sección 1, Sala de lo Civil, de 12 de noviembre de 2014), *RMV*, nº 15, p. 6.

¹⁰⁰¹ Por lo que se está recurriendo a la representación “ desvirtúa la finalidad de la representación que se encuentra generalmente vinculada a la gestión de negocios ajenos –mandato y representación aparecen regulados conjuntamente aunque el negocio de apoderamiento sea autónomo al negocio subyacente del que deriva, GALLEGU CORCOLES, A., “Regulación estatutaria...”, p. 372

¹⁰⁰² GALLEGU CORCOLES, A., “Regulación estatutaria...”, p. 384 y 385

¹⁰⁰³ IRIBARREN BLANCO, M. “La reserva de los derechos políticos en la compraventa de acciones con precio aplazado”, *RDM*, Nº 290, 2013, pp. 448.

13.5¹⁰⁰⁴, es decir, se admite ejercicio del derecho de voto del intermediario financiero fiduciario o titular formal, que actúa en nombre propio pero por cuenta de los titulares indirectos o titulares reales. Por lo que indirectamente se está reconociendo la titularidad fiduciaria de acciones en nuestro ordenamiento. A continuación se exponen los aspectos fundamentales pues sirven de base para una posterior relación con el decoupling, en particular, en relación con la *hidden morphable ownership*.

Con el fin de precisar el ámbito subjetivo del precepto, es necesario aunar los apartados del precepto, pues el precepto es aplicable a las entidades intermediarias que aparezcan legitimadas como accionistas en virtud del registro contable¹⁰⁰⁵. Si se compara la extensión del precepto con respeto a antiguas referencias al voto intermediado, destaca su amplitud. Así, en el CUBG se refería tan solo a los “intermediarios financieros que aparezcan legitimados como accionistas” mientras que el PCM aludía a entidades que presten servicios de inversión, en su condición de intermediario financiero profesional. Igualmente, respecto a la normativa vigente, destaca también su carácter generalizado, refiriéndonos con ello a la definición de intermediario que el Reglamento de Iberclear ofrece para determinar quiénes pueden abrir cuentas especiales de intermediarios financieros de carácter transitorio¹⁰⁰⁶. En efecto, el art. 33 del Reglamento de Iberclear las define a como "las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito acogidas a la legislación de un Estado miembro de la Unión Europea y habilitadas para transmitir órdenes de clientes profesionales entendidos con el alcance previsto por el artículo 205 de la Ley del Mercado de Valores, así como las entidades de terceros

¹⁰⁰⁴ Tal como alertaba la Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo como nuestro ordenamiento no establecía obstáculos para el ejercicio de voto por los intermediarios financieros no era necesario la imposición de cargas informativas como se recogían en 524.1 y 524.4 LSC.

¹⁰⁰⁵ Generalización del espectro del precepto cuando antes eran solo intermediarios: “los protagonistas dejan de ser intermediarios financieros y pasan a ser entidades, sin embargo no se explica la razón de la admisión ni los perfiles de los beneficiarios”, SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Algunos cambios en la regulación de la junta general en el Informe de la Comisión de Expertos (y en el Anteproyecto de Ley de Modificación de la LSC) en AA.VV., *Comentarios a la reforma del régimen de la junta general de accionistas en la reforma del buen gobierno de las sociedades*, Aranzadi, 2014, p. 81.

¹⁰⁰⁶ Como subtipo especial de cuentas propias de las entidades participantes - art. 19 .1 a) Cuentas propias-, las cuentas especiales de intermediarios financieros entidad participante, que reflejarán, exclusiva y transitoriamente, el saldo de valores procedentes de operaciones en las que intervenga la entidad participante como intermediario financiero que actúa por cuenta de terceros cuya identificación pueda hacerse, en el marco del procedimiento especial al que se refiere el artículo 33 del presente Reglamento, en plazos más amplios que los establecidos con carácter general y en defecto de cuya identificación asumirán los derechos y obligaciones derivados de las operaciones en cuestión. En atención al carácter instrumental y transitorio de las anotaciones de valores que se realicen sobre estas cuentas, no se podrán mantener saldos de valores en las mismas una vez finalizados los procesos de liquidación diarios. En consecuencia, no podrán expedirse certificados de legitimación a los que se refiere el artículo 24 del presente Reglamento.

Estados que estén legalmente habilitadas para la transmisión de las citadas órdenes". Con esta comparación se quiere poner de manifiesto que la desaparición de la exigencia de la cualidad de profesional de la entidad intermediaria en el art. 524 LSC abre la posibilidad de que pudiera ser aplicada siempre que hubiera una persona jurídica (una "entidad") entre el inversor final y la sociedad emisora de valores, como puede ser la interposición de una sociedad de responsabilidad limitada entre los inversores último y la sociedad emisora de valores¹⁰⁰⁷. Asimismo, como posteriormente se desarrollará, el amplio espectro del precepto al no concretar el tipo de entidad facilita la posible aplicación extensiva del precepto a casos de hidden morphable ownership en que la desmembración de los atributos de la posición jurídica del socio es tal que se asemeja a voto intermediado.

En referencia al ejercicio del voto de las titularidades fiduciarias, el apartado primero admite el fraccionamiento del voto¹⁰⁰⁸ y su ejercicio de manera divergente en aquellos casos en los que figure en el registro contable una entidad que actúe por cuenta de diversas personas, es decir, una actuación realizada en nombre propio pero por cuenta de los titulares indirectos o *beneficial owners*¹⁰⁰⁹. Destaca el carácter declarativo del mismo¹⁰¹⁰ pues el voto divergente no se convierte en una obligación en todo caso de la entidad que actúe por cuenta de sus clientes ni tampoco se contempla cómo ha de actuar

¹⁰⁰⁷ El hecho de prescindirse de un vínculo profesional como era "intermediario financiero" hace que se amplíen los supuestos aunque sigan teniendo cabida estos, también "cualquier sociedad construida a tal efecto", *vid.* SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Algunos cambios...", p. 81. En contra, PERDICES HUETOS, A. B., "Estructura del accionariado...", *op. cit.*, p. 812, al considerar que la nueva terminología de "entidad intermediaria" siga haciendo referencia al accionista fiduciario propio de las relaciones de legitimación derivadas de la tenencia indirecta de valores, como en la redacción anterior se hablaba de intermediario financiero profesional. Considera que no es necesario incluir, dada la general admisibilidad del voto divergente en cualesquiera sociedades y cualesquiera de los socios, a otros superpuesto formales o materiales de intermediación. Poniendo de ejemplo, divergencia de votos en caso de que se encuentren registradas solo a nombre de un cónyuge, luego parece que se amplía la ratio del precepto a la admisión del fraccionamiento también supuestos de decoupling.

¹⁰⁰⁸ Se ha objetado la terminología utilizada pues al aparecer la entidad como legitimada registral única no se está fraccionando el voto que le corresponde a la misma sino sería más oportuno haberlo denominado "desagregación del voto" o bien, fraccionamiento del sentido del voto, *vid.* PERDICES HUETOS, A. B., "Estructura del accionariado...", *op. cit.*, p. 812.

¹⁰⁰⁹ COMISION DE EXPERTOS EN GOBIERNO CORPORATIVO, p. 23.

¹⁰¹⁰ PERDICES HUETOS, A. B., "Estructura del accionariado e intervención de intermediarios financieros: ejercicio del voto y otorgamiento de delegaciones de voto por parte de entidades intermediarias titulares de los registros contables (524 LSC) en AA. VV., AA. VV. *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada: Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones de Gobierno Corporativo*, vol. 1, Aranzadi, 2016, p. 811.

la entidad si no recibe instrucciones¹⁰¹¹. Esta indeterminación contrasta con el art. 283-19 de la PCM al establecer que si no recibiere instrucciones el intermediario debería ejercitar el voto “de la forma que considere más adecuada a los intereses de cada uno de ellos”. En un futuro, será necesario su replanteamiento pues la transposición de la reforma de la Directiva 2007/36/CE¹⁰¹², en el art. 3 quáter apartado 1 exige al intermediario que debe ejercer "el intermediario ejerce los derechos derivados de las acciones según la autorización y las instrucciones expresas del accionista y en beneficio de este". Por el momento, quedaría a nivel estatutario exigir una serie de garantías mínimas en el ejercicio del voto por intermediación, tales como la prohibición del ejercicio del voto en aquellos casos en los que el accionista formal no informe debidamente al titular real sobre el anuncio de convocatoria y la posibilidad del ejercicio del voto directamente o por delegación (voto divergente)¹⁰¹³.

El apartado segundo regula la delegación del voto en el titular indirecto así como la posibilidad de que el titular indirecto designe a un tercero para dicha delegación. El precepto no admite la posibilidad de limitar el número de delegaciones y se ha eliminado la posibilidad de que pueda prohibirse estatutariamente la citada. Estamos ante un “ciclo completo”, pues el llevar a cabo la delegación en los clientes o dueños supone el ejercicio directo del derecho por su titular real o último beneficiario¹⁰¹⁴. Se procede, por tanto, a la regulación de la representación múltiple¹⁰¹⁵ en sentido descendente¹⁰¹⁶. El representante indirecto (la entidad intermediaria que aparece legitimada en el registro) delega el voto en el representado económico (titular real o *beneficial owner*) que actuará como representante directo. El segundo supuesto admitido se refiere a la posibilidad de que el representante indirecto puede delegar el voto en un tercero designado por el

¹⁰¹¹ En este sentido también, Alfaro, ZUBIRI SALINAS, M., “El representante del socio...”.

¹⁰¹² Enmiendas aprobadas por el Parlamento Europeo el 8 de julio de 2015 sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial.

¹⁰¹³ MATEU DE ROS CEREZO, R., *Práctica de Gobierno Corporativo...*, op. cit., p. 110 e incluso la comunicación directa con la sociedad emisora con ocasión de la junta general

¹⁰¹⁴ SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Algunos cambios...”, p. 87. La corrección ha sido al incorporar la categoría del representante “rectiu” “titular fiduciario –p. 22 y 23 del Informe.”

¹⁰¹⁵ CUATRECASAS, GONÇALVES PEREIRA, Principales aspectos de la ley 31/2014...”.

¹⁰¹⁶ IBÁÑEZ JIMENEZ, J., “Derechos de asistencia y representación en junta: la reforma española en el contexto de las corrientes globales de proxy voting law” en AA. VV. AA.VV., *Comentarios a la reforma del régimen del junta general de accionistas en la reforma del buen gobierno de las sociedades*, Aranzadi, 2014, p. 164.

cliente o titular real¹⁰¹⁷. En otras palabras, a diferencia de la antigua redacción, el cliente titular real puede ejercitar el voto directamente o instruir a la entidad intermediaria para que nombre un representante ocasional (tercero)¹⁰¹⁸. Por lo tanto, lo que consigue el precepto es la unificación del interés económico y el voto, elementos de la acción que habían sido escindidos por la tenencia indirecta de acciones. En última instancia, el precepto pretende de *facto* establecer una excepción al principio de legitimación registral pues quien aparece legitimado no es quien ejercita el derecho de voto sino el titular económico o un tercero designado por éste¹⁰¹⁹.

En atención a lo que precede, no hay una opinión unánime sobre si se está admitiendo la cesión de la legitimación como representación indirecta pues la nueva redacción sólo la califica como representación de manera estricta bajo un apoderamiento directo¹⁰²⁰. Es más, se alerta que este régimen no mejora la posición del titular económico o real, sino su contrario, pues se admite las titularidades de carácter fiduciario de acciones cotizadas¹⁰²¹ reforzando así la legitimación de la entidad intermediaria que actúa por cuenta de clientes como accionista al ser quien dispone del poder de decidir la delegación del ejercicio del voto en el titular económico¹⁰²². No obstante, sí es cierto que el titular real tiene un poder subdelegación que se entiende como una revocación de la representación que va a causar un riesgo de incertidumbre para la mesa de la junta¹⁰²³. A su vez esta subdelegación puede ser otra vía de captación de votos de titulares económicos que no tengan intención de votar pero que ceden el mismo a otros inversores, como puede ser inversores activistas¹⁰²⁴.

¹⁰¹⁷ No estamos entonces ante la eliminación de la representación indirecta, *vid.* GONZALEZ ARAÑA, F. J. Delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias en RECALDE CASTELLS, A.; y ARIAS VARONA, F. J., *Comentario práctico a la nueva normativa de Gobierno Corporativo. Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Dykinson, 2016, p. 164.

¹⁰¹⁸ SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Algunos cambios..”, p. 25 y 26 JSC

¹⁰¹⁹ GONZALEZ ARAÑA, F. J. Delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias en RECALDE CASTELLS, A.; y ARIAS VARONA, F. J., *Comentario práctico a la nueva normativa de Gobierno Corporativo. Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Dykinson, 2016, p. 160.

¹⁰²⁰ IBÁÑEZ JIMENEZ, J., “Derechos de asistencia y representación...”, p.144.

¹⁰²¹ DOMINGUEZ GARCIA, M. A., “Comentario al art. 521 bis LSC”, en AA. VV. *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada: Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones de Gobierno Corporativo*, vol. 1, Aranzadi, 2016, p. 795.

¹⁰²² MATEU DE ROS CEREZO, R., *Práctica de Gobierno Corporativo...*, *op. cit.*, p. 110.

¹⁰²³ SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Algunos cambios, p. 88.

¹⁰²⁴ *Lo que se ha llamado una acumulación de votos fiduciarios, Se procede a la apertura del cauce legal para la acumulación fiduciaria de los votos de los socios sin derecho de asistencia, cuyos derechos*

Otra de las lagunas del precepto radica en que no indica el procedimiento a través del cual se revela el carácter intermediario de la entidad por lo que se ha de acudir a los requisitos general de la representación ordinaria. Se habrá de informar a la sociedad en el momento del cumplimiento de los requisitos para la asistencia de junta, donde la entidad declarará su condición y la sociedad la reconocerá, materializándose posteriormente en el acta de la junta¹⁰²⁵. En el caso de que delegue el derecho de voto, se emitirán tantos poderes como clientes o titulares finales acudan a la junta o las subdelegaciones pertinentes en favor de los terceros designados por los clientes, donde en ambos casos son representantes de la entidad intermediaria, esto es el titular formal o fiduciario¹⁰²⁶. La acreditación de la representación se subordina a que se encuentre efectivamente legitimado el accionista –en este caso la entidad intermediaria- a quien le otorga el poder de delegación. En el caso de que se acredite la legitimación del accionista a través de la tarjeta de asistencia de igual modo servirá ésta para indicar el poder de representación en la misma pues, de lo contrario, se acreditará la legitimación del accionista a través del certificado de la entidad participante y el poder de representación en otro documento anejo. Tanto la comprobación de la legitimación del accionista como el poder de representación para poder proceder a la válida constitución de la junta y formación de la lista de asistentes se confiere al Presidente de la Junta¹⁰²⁷. En supuestos de tenencia indirecta se sugiere desde el Derecho comparado que sería recomendable que el poder de control del Presidente se extendiera a la comprobación de la existencia de titularidades fiduciarias o a la verificación de que el representante cumpla las instrucciones de voto¹⁰²⁸. Asimismo, debería comprobarse que no se

podrán ser captados por terceros intermediarios financieros mediante fiducia personal con causa gestora, al no mediar cláusula de reactivación legal al efecto. En efecto, la viabilidad jurídica de la figura potenciará el poder de la entidades depositaria y de servicios de inversión, por el trámite de la captación del capital flotante concernido, incluso el poder de los fondos de inversión institucional, que podrían acrecentarlo mediante la acumulación de los votos de estos accionistas con los suyos propios, vid. DOMINGUEZ GARCIA, M. A., “Comentario...”, op. cit., P. 795.

¹⁰²⁵ Su acreditación no resultaría complicada para los intermediarios financieros dados sus estatutos como es el caso de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectivas dado que se presume, lo que resultará más complicado es la acreditación a las intermediarias de carácter no financiero como puede ser el caso de una sociedad unipersonal que se interpone entre la sociedad emisora de valores y el verdadero inversor –siendo necesario acreditar la actuación por cuenta de diversas personas, SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Algunos cambios...”, p. 84-85.

¹⁰²⁶ PERDICES HUETOS, A. B., “Estructura del accionariado...”, op. cit., p. 811.

¹⁰²⁷ RONCERO SANCHEZ, A., Representación del accionista..., p. 299 y 300.

¹⁰²⁸ MENEZES CORDEIRO, A. (Cord.), *Código das sociedades comerciais anotado*, 2ª ed., 2014, Almedina, p. 548 sobre limitación Presidente, se propagan porque tenga una capacidad de control superior en situaciones de voto indirecto que en supuestos normales de representación, pero lo limita a que el presidente pueda valorar que los votos emitidos son de conformidad con las instrucciones recibidas.

infringen las limitaciones al derecho de voto, pues con independencia de que se otorguen varios poderes de representación o se fraccione el voto, sólo hay un único accionista legitimado quien fracciona o delega el voto¹⁰²⁹. Dentro del marco de esta función de control¹⁰³⁰ se puede negar la asistencia a la junta a quien no esté debidamente legitimado¹⁰³¹; salvo en el caso de que el Presidente fuere elegido por la propia Junta, sería el representante legal quien comprobaría la legitimación siendo potestad del Presidente, una vez elegido, expulsar de la junta a aquellos que no tuvieran derecho a asistir, por ejemplo, por no estar debidamente legitimados¹⁰³².

Tras las comprobaciones pertinentes, el Presidente, como preceptúa el art. 192 LSC, formará la lista de asistentes "expresando el carácter o representación de cada uno y el número de participaciones o de acciones propias o ajenas con que concurran" y "al final de la lista se determinará el número de socios presentes o representados, así como el importe del capital del que sean titulares, especificando el que corresponde a los socios con derecho de voto". Por lo tanto, en supuestos de titularidad fiduciaria que acudan los titulares reales, figurarán en la lista como representantes y se señalarán el número de acciones ajenas con que concurran –a pesar de que sean los titulares reales-, pero no tendrán que expresar quien es su representado¹⁰³³ ni el carácter fiduciario del accionista formal. Estamos con quienes consideran que la finalidad última de la lista de asistentes es permitir a los socios comprobar la correcta constitución de la junta pero a su vez les puede informar de quién asiste a la junta mediante el ejercicio del derecho a examen de la lista¹⁰³⁴. Por lo tanto, si se procediera a una mayor concreción tanto en la tenencia como en el carácter de la representación nos serviría como prueba de la existencia de la tenencia indirecta de acciones. A este respecto, se ha propuesto que, en caso de voto

¹⁰²⁹ PERDICES HUETOS, A. B., “Estructura del accionariado...”, *op. cit.*, p. 813.

¹⁰³⁰ Caso de que las medidas de control fueran excesivas y se impidiera la entrada en la junta al socio, el acuerdo puede impugnarse por impedir la libre asistencia al socio, a este respecto, EMPARANZA SOBEJANO, A., “El presidente de la Junta General de Accionistas: designación, funciones y responsabilidad”, *RDM*, N° 266, 2007, p. 17- paginación westlawinsginis- ; *vid.* a este respecto en Alemania, art. 119 Aktg.

¹⁰³¹ In extenso, en relación con la doctrina alemana, , EMPARANZA SOBEJANO, A., “El presidente de la Junta General de Accionistas...”, p. 16.

¹⁰³² Prevalencia doctrina Italiana, a este respecto VELASCO, 237. Comentario LSA, p. 227.

¹⁰³³ Sobre las diversas posturas, RONCERO SANCHEZ, A., Representación del accionista..., nota 147, mientras que PERDICES, p. 313 “si el representante ha de entregar para su participación el documento que reocja el torgamiento del poder que contendrá la identificación del accionista podertante. Y se ha de adjunta el documento al la lista y a el acta o conservarse al margen de dichos documentos, la cuestión de la indicación del representado sobre la lista de asistentes pierde relevancia, obre las diversas posturas”.

¹⁰³⁴ RONCERO SANCHEZ, A., Representación del accionista..., p. 310. PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios...*, *op. cit.*, p. 189-190, posibilidad de otros métodos de identificación.-

divergente, se añada la exigencia de comunicar el origen de dicha disparidad o a quien le resultaría imputable el voto. Asimismo también se propone una suerte de reconsideración del art. 524. 4 LSC a través de los estatutos o por vía reglamentaria; es decir, que las entidades intermediarias informen por cuenta de quien actúen con anterioridad a la celebración de la junta general. La doctrina entiende que, aunque haya desaparecido dicha posibilidad, la norma no la prohíbe, pues lo único que expresamente se indica es que no se pueden limitar el número de delegaciones¹⁰³⁵. Es más, dicho precepto no suponía un obstáculo al ejercicio del voto¹⁰³⁶. La frontera a la permisibilidad sería cuando el hecho de ofrecer dicha información supusiera una obstaculización para el derecho de voto¹⁰³⁷. A este respecto, en la misma línea, también tenemos el APCM 283-19: "Los intermediarios que reciban autorizaciones deberán comunicar a la sociedad emisora, dentro de los siete días anteriores a la fecha prevista para la celebración de la junta, una lista en la que indiquen la identidad de cada cliente por cuya cuenta actúen y el número de acciones que correspondan a cada uno de ellos". Así como el apartado 2º de la Directiva 2007 en relación a la información sobre la tenencia de acciones profesional - cuando una persona física o jurídica reconocida como accionista por la legislación aplicable actúe a título profesional en nombre de otra persona física o jurídica («el cliente»)-, que establece la posibilidad de que este profesional proceda a “ *la comunicación de una lista en la que se indique a la sociedad la identidad de cada cliente y el número de acciones respecto de las cuales se ejerce el derecho de voto en su nombre*”.

F) Consideraciones conclusivas.

A la vista de la reforma del voto intermediado por la Ley 31/2014, consideramos que es un avance pues se consigue transponer la Directiva 2007/87/CE. Asimismo, gracias al definitivo reconocimiento de las titularidades fiduciarias nos permite justificar dos propuestas de *lege ferenda* claves para la mejora de la detección y solución de algunos casos de *decoupling*. En primer lugar, el reconocimiento de las titularidades fiduciarias en el art. 524 LSC nos permite defender el derecho de la sociedad no solo a conocer a

¹⁰³⁵ La transparencia accionarial se encuadra dentro del margen discrecional de la sociedad, *vid.* PERDICES HUETOS, A. B., “Estructura del accionariado...”, *op. cit.*, p.813.

¹⁰³⁶ En desacuerdo al respecto del apartado 4 del art. 524 LSC como obstáculo para el ejercicio del voto por lo que sugiere que el fiduciario o representante indirecto que pretenda la disociación de los votos de los fiduciantes debe comunicar una lista a la sociedad emisora, *vid.* DOMINGUEZ GARCIA, M. A., “Comentario...”, p. 797.

¹⁰³⁷ PERDICES HUETOS, A. B., “Estructura del accionariado...”, *op. cit.*, p.813.

los accionistas sino también a los titulares económicos que están detrás de las titularidades fiduciarias. En efecto, el hecho de admitir la delegación en el titular económico o cliente en este precepto provoca que no concuerde el sistema de identificación del accionista que se recoge en el art. 497 LSC¹⁰³⁸. El ámbito del derecho de identificación del accionista en el 497 LSC ha de ampliarse para que la sociedad tenga derecho también a conocer a los clientes (titulares económicos) que se encuentran detrás de las titularidades fiduciarias que reconoce el art. 524 LSC¹⁰³⁹. En última instancia, el art. 524 LSC implícitamente está conduciendo a la ruptura de la presunción de legitimación registral en los supuestos de tenencia indirecta, por lo que si se ampliase el derecho a conocer al cliente de la entidad intermediaria en el art. 497 LSC actuaría como una suerte de “levantamiento del velo de la titularidad fiduciaria”¹⁰⁴⁰. De este modo se unificaría el régimen de identificación de algunas sociedades cotizadas, pues como se detallaba con anterioridad, comprende también la obligación de informar de la titularidad real en supuestos de tenencia fiduciaria de acciones; aunque, como apuntaremos, tendría que ser un régimen reforzado donde se previesen las consecuencias del incumplimiento pues dichos sistemas estatutarios se encuentran desprovistos de sanciones por falta de comunicación de la titularidad real¹⁰⁴¹. No obstante, las sociedades podrían establecer un régimen más estricto de comunicación de titularidades que comprenda la comunicación del interés económico del titular con el fin de reconocer el *decoupling*.

¹⁰³⁸ Apuntando la cuestión sobre cómo compatibilizar el art. 524 LSC, ALFARO AGUILA REAL, J., “La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital (VIII) Fraccionamiento del voto”, 30 de junio de 2014, disponible en: http://derechomercantiles.es/2014/06/la-reforma-del-gobierno-corporativo-de_949.html

¹⁰³⁹ Esta norma, supone estrechamente una derogación en este caso de las reglas de legitimación cartular del art. 11 LMV, con consecuencias dogmáticas de calado, como que un no legitimado deba conceder un poder de representación a quien aparece como legitimado a efectos del ejercicio del derecho de voto –se refería al antiguo 523, PERDICES HUETOS, A. “Funciones de los registros de accionistas...”, *op. cit.*, p. 41.

¹⁰⁴⁰ Una suerte del “levantamiento del velo de la titularidad fiduciaria o si se quiere, de desestimación de la titularidad fiduciaria –aunque solo sea efectos informativos, vid. PERDICES HUETOS, A. “Funciones de los registros de accionistas...”, *op. cit.*, p. 36.

¹⁰⁴¹ Aunque se aprecia que las sociedades del Ibex 35 sí que persiguen conocer el inversor último –vid a este respecto, entre otras, estatutos Ferrovial, Banco Santander, BBVA; BME. Si bien la crítica de la doctrina es que los estatutos no prevén la consecuencia en torno al incumplimiento debido de dicha información, opinando la doctrina que de lege lata implicaría la “denegación de legitimación al voto al accionista –fiduciario–correctamente inscrito en el correspondiente registro contable (Art. 11 LMV), PERDICES HUETOS, A. “Funciones de los registros de accionistas como instrumentos de legitimación y autenticación en las relaciones emisor-inversor” en AA.VV., *Transparencia accionarial*, Centro de Gobierno corporativo, 2010., p. 37.

En segundo lugar, el art. 524 LSC, como posteriormente se analizará¹⁰⁴², representa indirectamente una vía para la unión entre el interés económico y el derecho de voto en la tenencia indirecta de acciones. Consecuentemente, puede albergar una función adicional como es lograr que en ciertos supuestos de *decoupling* se consiga la unión del interés económico y el derecho de voto es decir, "el *recoupling*", si bien es cierto que sería necesario que se estableciera de manera obligatoria pues de lo contrario seguirían estos casos en la sombra, ya que con el recurso lo que puede pretenderse es permanecer en la sombra. En efecto, nos referimos a aquellos casos en los que el *empty voter* tenga un interés económico equivalente a cero, si se admitiese la delegación obligatoria en el titular real, se trasladaría en todo caso el ejercicio del voto al inversor que –aunque no figure como titular de las acciones– es el titular real “de facto” pues tiene el interés económico efectivo, como suele ocurrir en los supuestos de *record date capture* y en la *hidden morphable ownership*. Lo que se propone es, en cierta medida, la asimilación de estos supuestos de *decoupling* a un subtipo de tenencia indirecta de acciones con el fin de aplicar el régimen de delegación del ejercicio del voto que recoge el apartado segundo del art. 2 del art. 524 LSC.

2. 2. Hacia el reconocimiento del tercer escalón olvidado: Propuestas de mejora.

A) Punto de partida: el desequilibrio en el tratamiento de la tenencia indirecta en la Ley 31/2014.

Como se ha dejado patente con anterioridad, el art. 497 LSC no es suficiente para identificar la verdadera estructura accionarial de una sociedad, pues no se extiende a la posibilidad de conocer al titular real de las acciones en supuestos de tenencia indirecta o fiduciaria. Por el contrario, el art. 524 LSC sí reconoce la tenencia fiduciaria y establece las alternativas para que el titular real pueda ejercer el derecho de voto o delegarlo. Se aprecia, por lo tanto, un claro desequilibrio entre la sociedad y el titular real, pues mientras este último sí puede ejercitar el derecho de voto, la sociedad no puede conocer en todo momento a la estructura de la propiedad de la sociedad. La apreciable descoordinación entre los dos artículos resulta más incongruente cuando ambos preceptos fueron modificados por la Ley 31/2014. Pues bien, esta divergencia en el tratamiento de la titularidad fiduciaria puede ser utilizada por aquellos inversores que

¹⁰⁴² V. *infra*.

pretendan ocultarse al amparo del carácter limitado del art. 497 LSC mediante el recurso a la interposición que, si se une al recurso a técnicas de *decoupling*, la opacidad va a agravarse.

Por este motivo, en este punto, es necesario plantearse una extensión del ámbito del art. 497 LSC que ha de ir unido a una consideración sobre los necesarios cambios en el sistema de registro de anotaciones en cuenta para que se pueda poner en práctica. Esta reformulación del derecho a identificar a los accionistas es el paso previo que facilitará a la sociedad y a otros legitimados la detección de posibles supuestos de *decoupling* llevados a cabo por el aparente titular real de las acciones que pueden implicar una potencial influencia en la sociedad. Como se examinará en el capítulo cuarto, para distinguir si este tipo de estrategias implican influencia positiva o negativa para la sociedad será necesario conocer quién lleva a cabo la estrategia. En supuestos de tenencia indirecta de acciones no basta con la identificación del accionista sino que además habría de ampliarse el conocimiento hasta el inversor último, y, a su vez, en cualquier caso conocer si dicho inversor último ha utilizado la cobertura que le brinda la ingeniería financiera. De este modo, la sociedad o los socios tendrían las pruebas pertinentes para determinar la existencia de un eventual conflicto de intereses o bien, en sede de impugnación de acuerdos, valorar el quebranto al interés social a través del recurso a este tipo de prácticas. Sentada la justificación de la relevancia para conocer al inversor último, resta realizar una propuesta de *lege ferenda* para mejorar el sistema de identificación de accionistas. Esta propuesta viene sustentada por una corriente en Derecho comparado en favor de una mejora de los sistemas de identificación con carácter general que procedemos a recoger así como en nuestro propio ordenamiento que se ha planteado la ampliación del sistema de identificación en nuestro ordenamiento.

B) La oportunidad de la reforma: Una aproximación a las tendencias en favor de la reforma de los sistemas de identificación del accionista.

En Derecho comparado, se han destacado varias iniciativas de índole privada, consistentes en trasladar al ámbito de las sociedades y los accionistas el sistema de identificación, mediante la creación de una plataforma de voto cuya propiedad sea de los grandes inversores. La función de la plataforma de voto es servir como canalización

del intercambio de información que es relevante para votar así como gestionar la plataforma¹⁰⁴³. La novedad en esta plataforma consiste en mitigar las inconsistencias entre los regímenes legales y los utilizados por los intermediarios en distintas jurisdicciones¹⁰⁴⁴. Una vez solucionados, la plataforma se circunscribirá a una vía para obtener la información¹⁰⁴⁵. El éxito de la plataforma dependerá de su número de usuarios, pues cuanta mayor aceptación disponga, mejor podrá solucionar los problemas del voto transfronterizo. En efecto, de una parte, el precio por su uso será menor cuanto mayor es el número de usuarios, asimismo, dependerá de la cantidad información que le proporcionen los depositarios, así como también la aceptación da plataforma por parte de los emisores para transmitir la información determinará su éxito¹⁰⁴⁶.

Al hilo de lo anterior, se ha propuesto la utilización de la plataforma que sirve para la transmisión de los *bitcoins*¹⁰⁴⁷ para la compra y venta de valores. De este modo, desaparecería la intermediación pues las compraventas se harían entre los interesados sin necesidad de una entidad intermediaria gracias a la estructura criptográfica

¹⁰⁴³ STRENGER, C., y ZETZSCHE, D., “Corporate governance, cross-border voting and the Securities Law Directive –Enhacing investor engagement through standarizaton”, *CBC Working Paper*, nº.1, 2013, p.38.

¹⁰⁴⁴ En particular, al respecto de la mejora de la identificación de los accionistas trasnacionales, establece distintas interfaces con los depositarios de los miembros y los une con los *IT systems* del miembro. Los depositarios de los fondos de inversión, tienden a ser los más eficientes. Entonces la plataforma tiene que desarrollar estándares y procedimientos basados país por país. Estos estándares han de ser notificados para que así los depositarios puedan utilizarlos cuando implementen un nuevo sistema IT, el hecho de actuar paso puede que haga que la resistencia de los Depositarios sea menor. El funcionamiento es el siguiente, en primer lugar, una identificación del accionista basada en la plataforma del voto debe confirmar el “voting entliment” mediante una transferencia documental automática con el depositario justo después de la record date. Posteriormente, en segundo lugar, este *voting entitlement* se envía al “*issuers’share register*” o en el caso de “*bearer shares*” al registro realizado para cada junta. La vía en que los depositarios y VP transmiten la información es mediante SWIFT, ISO20022 o un sistema específico que sea adaptable . Una vez que se hayan identificado los accionistas, la plataforma se comunicará con el emisor para asegurarse que estos aceptan el voting entitlement y admiten el acceso a su sistema de voto electrónico. La plataforma se comunicara con los registradores y los voting service providers. Una vez que las interfaces se hayan creado, será utilizado en todos las juntas generales. Una vez haya transcurrido la fecha de voto, la plataforma organiza las confirmaciones hacia el inversor. En el caso de que la plataforma tenga acceso al sistema de voto del emisor nos asegura que solo un protocolo de confirmaciones de voto será necesario, y que los voting system provider pueden enviar la confirmación usando el protocolo automáticamente en vez de transmisiones caso por caso, *vid.* STRENGER, C., y ZETZSCHE, D., “Corporate governance...”, p. 43-44.

¹⁰⁴⁵ STRENGER, C., y ZETZSCHE, D., “Corporate governance...”, p. 38.

¹⁰⁴⁶ In extenso, sobre el funcionamiento de la plataforma, *vid.* STRENGER, C., y ZETZSCHE, D., “Corporate governance...”, p. 40 y 41.

¹⁰⁴⁷ Acuñados por Satoshi Nakamoto Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, que retende que las transacciones electronicas desaparezcan la institucion financiera que sean entre dos partes, se elimina la “trusted third party” que era la entidad financiera a traves de la prueba criptográfica.

denominada *blockchain*¹⁰⁴⁸. En la práctica ya se ha producido esta asimilación en EEUU, donde se ha utilizado en emisiones privadas de valores o pre-IPOs; en particular, NASDAQ, a través de su blockchain privada *Nasdaq Linque*, ha permitido que un emisor llevara a cabo una emisión privada de valores a través de la misma¹⁰⁴⁹, aunque de momento no se ha utilizado en los mercados públicos¹⁰⁵⁰. En caso de que se recurriera al sistema *blockchain*, se facilitaría el registro de la propiedad de los valores lo que haría más transparente la identificación de los accionistas pues todos los accionistas podrían comprobar como estaría estructurada la propiedad de las acciones e identificar los eventuales cambios que se produjeran en tiempo real¹⁰⁵¹. No obstante, se ha de tomar esta asimilación con las debidas cautelas, pues sería necesario descryptar la información con el fin de identificar las carteras digitales o “digital wallets” de los inversores. A este respecto, la acumulación de una participación significativa en la sombra, como es el caso de los *hidden owners*, resultaría más complicado pues, a diferencia de la regulación de participaciones significativas, en este sistema la adquisiciones de acciones se observan en tiempo real y como el mercado puede identificar a los compradores de acciones por su tamaño o por su comportamiento en la adquisición desincentivaría esta práctica¹⁰⁵². En el mismo sentido, las situaciones de *empty voting* quedarán a la vista pues la reorganización del ejercicio del voto a través del préstamo de valores o derivados en una estructura de *blockchain* se hace inmediatamente transparente¹⁰⁵³.

¹⁰⁴⁸ A este respecto, en favor, *vid.* LEE, L., “New kids on the block chain: how bitcoins technology could reinvent the stock market”, *Hasting Business Law Journal*, *vid.* 12, nº2, 2016; MICHELER, E., “Custody chains and asset values: why crypto-securities are worth contemplating”, *The Cambridge Law Journal*, *vid.* 74, 3, p. 37: *From IT perspective a starting point may well be the recent advances facilitatin the common ledger operating for bitcoin and other cryptocurrencies.*

¹⁰⁴⁹ Nasdaq Linq Enables First-Ever Private Securities Issuance Documented With Blockchain Technology, 30 diciembre 2015.

¹⁰⁵⁰ Pero se defiende que se amplie a los mercados ordinarios, *vid.* LEE, L., “New kids on the block chain”

¹⁰⁵¹ Al respecto de los beneficios, sobre la reducción del HFT y las ventas en corto, *vid.* LEE, L., “New kids on the block chain”

¹⁰⁵² YERMACK, D., *Corporate Governance and Blockchains*, 2015, disponible en SSRN: *Registering shares on a blockchain would effectively negate any grace period for an activist trying to accumulate a block of shares, because acquisitions of shares could be observed instantly. Assuming that the market could identify activists as the buyers of shares – which might be apparent due to the large size or well-known patterns of their purchases – then shareholder activism might become more costly and less prevalent for firms with blockchain ownership registration*, p.10.

¹⁰⁵³ YERMACK, D., *Corporate Governance ...*, *op. cit.*, p. 11: *it seems plain that empty voting would become more difficult under blockchain share registration, which would provide both transparency and early warning of the rearrangement of voting rights prior to an election. For example, the simplest type of empty voting involves borrowing shares in the stock lending market, with voting rights passing to the borrower until he returns the shares. Such a stock loan would be immediately transparent, providing notice to shareholders, management, and regulators of a redistribution of voting power. Opponents could*

Las anteriores propuestas adolecen de una puesta en práctica a nivel generalizado, aunque se aprecia su viabilidad tras la aplicación realizada por Nasdaq, la cual puede ser replicada en otros mercados. En Europa, se ha defendido un enfoque neutro en el cometido proponiendo reglas que armonicen la identificación del accionista a nivel europeo¹⁰⁵⁴, pero que sean de carácter discrecional en tanto que el emisor prevea en los estatutos la identificación por debajo de los umbrales de las participaciones significativas, siendo preciso la armonización transfronteriza¹⁰⁵⁵; no obstante las autoridades sí pueden requerir dicha identificación cuando es necesaria para cumplir la ley como el supuesto de blanqueo de capitales¹⁰⁵⁶.

En la Unión Europea, se sigue si unificar el régimen de identificación de los accionistas, pues se continúa sin adoptar un sistema de identificación paneuropeo¹⁰⁵⁷ ya que se sigue sin armonizar quién es el titular del derecho de voto al prescindir de regular relación emisor-inversor último¹⁰⁵⁸. Esta omisión genera confusión pues cada Estado miembro define la titularidad de la acción de diferente modo. En situaciones de voto transfronterizo la definición se complica, ya que el beneficiario último es quien soporta el interés económico de la acción, pero desde el exterior de la cadena de intermediación no resulta aparente quién dispone del ejercicio del derecho de voto¹⁰⁵⁹. De otro lado, la

take steps to counteract the acquisition of votes by an empty voter, and regulators could enjoin voting of the shares.

¹⁰⁵⁴ Entre otros en la doctrina, VERMUELEN alertaba de dicha disparidad y propugnaba la revisión a nivel europeo con el fin de incluir “a EU-wide shareholder identification mechanism”, p. 21.

¹⁰⁵⁵ ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory...”, *op. cit.*, p. 740 defiende la opción de regular la identificación ha de regularse estatutariamente y no dejarlo al arbitrio de los administradores, se podría establecer una *default rule*, en tanto que si los estatutos guardan silencio, los accionistas por debajo de los umbrales de la notificación de transparencia deben quedar anónimos. Sin embargo, ninguna legislación lo lleva a cabo, así la mayoría de ordenamientos facilitan la investigación pero no hacen referencia todos ellos recogen estatutariamente la posibilidad de identificar a los accionistas –es el caso de Italia art. 83-XII, y para bearer shares en Francia (L228.2), mientras que ni en Alemania (67 a AktG) ni en UK (Sec 793 CA) son necesarias. A su vez otros ordenamientos, establecen la posibilidad del *opt-out*, esta decisión debe establecerse estatutariamente, como es el caso de EEUU o en Italia art.83XII. Finalmente, se ha de establecer el derecho o no de la minoría a dicha información, de un lado, la disponibilidad de dicha información, y de otra hasta qué punto podrían comenzar una investigación Así es el caso de UK e Italia, Sec. 804 Companies Act, art. 83-XII Italia, mientras que en Francia o Alemania no tienen derecho.

¹⁰⁵⁶ *Ibid*, p.738.

¹⁰⁵⁷ Los primeros pasos fueron la aprobación de las Directivas sobre Settlement Finality y Financial Collateral y la adopción del segundo informe Giovanni.

¹⁰⁵⁸ GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities...”, *op. cit.*, p. 51-52.

¹⁰⁵⁹ STRENGER, C., y ZETZSCHE, D., “Corporate governance...”, p. 21-22, posible que entre el beneficiario último y el resto de la cadena de custodios tienen una relación de tipo contractual.

propuesta de Directiva de derecho de valores sigue sin aprobarse¹⁰⁶⁰. La última actualización al respecto ha sido un segundo documento de consulta así como una reunión del Securities Law Member Group. Asimismo, algunos de los principios de la Directiva han sido absorbidos por otras regulaciones, como por ejemplo, la Directiva 2007, EMIR y el Reglamento sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea por lo que no hay visos de una eventual revitalización de esta Directiva. Finalmente, se ha de señalar que la EMCA tampoco ha procurado la unificación del sistema de identificación, aunque contempló la prohibición de las “*bearer shares*”, aunque al final optaron por no incluirla debido a que había cierta tradición en determinados Estados en relación con determinadas tipologías societarias. Por lo que únicamente se plantea la extensión de la comunicación de participaciones significativas a sociedades no cotizadas, incluyendo sociedades de responsabilidad limitada¹⁰⁶¹.

No obstante, esta falta de armonización sobre la identificación del accionista puede cambiar en cierta medida con la reforma de la Directiva 2007/36/CE¹⁰⁶² cuyo origen se sitúa en el Plan de Acción de la Comisión Europea denominado “Company Law and Corporate Governance”¹⁰⁶³. En lo que respecta a la facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas y su implicación en las sociedades cotizadas, el considerando cuarto reconoce a las sociedades cotizadas el derecho a determinar la identidad de sus accionistas y de comunicarse directamente con ellos. Por lo tanto, a fin de mejorar la transparencia y el diálogo, la reforma ha establecido un marco que

¹⁰⁶⁰ STRENGER, C., y ZETZSCHE, D., “Corporate governance...”, p. 35- 37. Otras normas relevantes, art. 47 EMIR, apartado 5: Cuando una ECC deposite activos ante un tercero, se asegurará de que los activos pertenecientes a los miembros compensadores se distingan de los activos pertenecientes a la ECC y de los activos pertenecientes a ese tercero mediante cuentas con denominación diferente en la contabilidad del tercero u otras medidas equivalentes con las que se logre el mismo nivel de protección. Las ECC deberán poder acceder a los instrumentos financieros en cuanto los necesiten.

¹⁰⁶¹ *EMCA does not deal with administrative, regulatory rules that impact companies but are not part of organizational law and therefore contains no rules on ownership transparency. The Group considered advocating a ban on bearer shares along the Belgian model, but in the end refrained from doing so because in several countries a deep attachment to bearer shares exists at least for certain company types. It remains to be seen whether this will survive the international regulatory tide. For the time being, EMCA thinks a balance can be struck between the desire for more transparency while still allowing bearer shares by a system of mandatory disclosure of large (more than 3 or 5%) shareholdings, as it has been organized for listed companies by the EU Transparency Directive. Such a system could be expanded to non-listed, including private companies.*

¹⁰⁶² La reforma de la Directiva 2007/36/CE ha sido aprobada por el Consejo Europeo el día 3 de abril de 2017, su entrada en vigor es a los 20 días de la publicación en el DOUE, disponible en: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-2-2017-INIT/en/pdf>

¹⁰⁶³ RESPUESTA AL PLAN DE ACCIÓN SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO, donde la Comisión consideraba que era necesario mejorar el dialogo de los accionistas y para ello es necesario aportar información adicional sobre la identidad de los accionistas, por lo que la Comisión propuso una iniciativa tendente a la mejora de las participaciones en Europa, como es la reforma de la Directiva 200.

garantiza que los accionistas puedan ser identificados. Este cometido se desarrolla en el CAPÍTULO I BIS relativo a la identificación de los accionistas, transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos de los accionistas en el que recoge el marco para identificar los accionistas¹⁰⁶⁴.

El art. 3 bis se circunscribe a la identificación de los accionistas del que cabe destacar que el precepto no va a suponer la armonización del proceso de detección de la identidad del accionariado pues traslada a los Estados miembros la exigencia de actuar como garantes del derecho de las sociedades a identificar a los accionistas tal como se desprende del apartado primero. Por consiguiente, el límite al derecho de identificación es el sistema nacional existente de identificación así como el posible establecimiento de límites a la identificación en el sentido de restringir el reconocimiento a aquellos accionistas que posean un porcentaje de más del 0.5 de acciones o derechos de voto. En cualquier caso, en los apartados siguientes, la Directiva concreta las garantías que han de cumplir los Estados miembros cuando hay intermediarios en la tenencia de acciones. En el apartado segundo entendemos que alude a la identificación cuando estamos ante un sistema de doble escalón al exigir a los Estados miembros que garanticen que "los intermediarios comuniquen sin demora a la sociedad la información sobre la identidad de los accionistas".

El apartado 3 parece apuntar de manera indirecta al derecho de la sociedad a conocer al inversor último al cual denomina accionista al hacer referencia a la facilitación de la información en las cadenas de intermediarios aunque lo denomine accionista en tanto que "la sociedad pueda obtener información sobre la identidad del accionista de cualquier intermediario de la cadena que posea la información". Por consiguiente, implícitamente reconoce al accionista como el último eslabón de la cadena sin definir expresamente qué se entiende por accionista¹⁰⁶⁵ lo que puede dar lugar a una heterogeneidad de identificaciones¹⁰⁶⁶.

¹⁰⁶⁴ Criticando el ámbito de la Directiva EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS, Shareholder engagement and identification, 2015, quienes consideran que más que favorecer la identificación se debería fomentar mejorar el ejercicio del voto..

¹⁰⁶⁵ *Moreover, the identification provisions will not prevent the most critical group of shareholders from hiding under different financial constructions, such as derivatives, contracts for differences and other means that have proved effective in the run-up to a takeover. In dispersed ownership companies, identification has not resulted in higher voting participation*, EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS, Shareholder engagement and identification, 2015.

¹⁰⁶⁶ ECB, *Legal considerations regarding the introduction of mechanisms allowing issuers to identify their ultimate investors – elements of a potential legal framework* .

Especial mención merece el futuro papel del DCV debido a que podría tener la función de recopilar la información sobre la identidad de los accionistas pues, de lo contrario, la sociedad emisora tendrá que acudir intermediario por intermediario para obtener la información. Cabe destacar, sin embargo, como este derecho a llegar al inversor último ha de garantizar asimismo que no se vean vulneradas las restricciones sobre comunicación de información impuestas contractualmente o por cualquier disposición legislativa, reglamentaria o administrativa. Además de la obligación del intermediario de transmitir la información debe dar cuenta a los accionistas de dicha posibilidad y, en su caso, si se ha transmitido efectivamente dicha información a la sociedad. Asimismo, destaca en el apartado tercero la utilidad de la información, “para facilitar el ejercicio de los derechos de los accionistas y su implicación en la sociedad”.

La información sobre los accionistas no podrá conservarse por la sociedad ni por los intermediarios más de 24 meses desde que el accionista dejó de serlo. En última instancia, la reforma adolece del establecimiento de las sanciones por incumplimiento sino que remite a los Estados miembros para su determinación (art. 14 ter).

En nuestra opinión, la reforma de la Directiva 2007/36/CE da un paso más hacia la reconexión entre emisor e inversor último, a pesar de que el problema reside en que a pesar de definir en qué consiste el intermediario, no establece qué comprende el concepto de accionista. Hubiera sido apropiado determinar, mediante una definición, quién es accionista, con el fin de aclarar qué ocurre con la desmembración de la titularidad de las acciones en supuestos de tenencia indirecta, tal como se ha hecho en EEUU al adoptar el *securities entitlement* o la propuesta seguida por UNIDROIT o la *Securities Law Directive*. En cualquier caso, en nuestro ordenamiento serán necesarios cambios relevantes con el fin de que España pueda actuar como garante para que las sociedades puedan conocer a los titulares económicos. En efecto, como hemos concluido anteriormente, tanto la dicción literal del art. 497 LSC como el principio de legitimación registral que presume la titularidad de quien figura en el registro impiden ir más allá del segundo escalón de nuestro sistema para detectar al inversor real. Sin embargo, el apartado tercero del art. 3 bis de la reforma de la Directiva reconoce el derecho de la sociedad a conocer al accionista detrás de la cadena.

A pesar de que el precepto parece enfocado a aquellos ordenamientos, tales como los de Italia o Francia, que han implantado un sistema de tenencia indirecta; consideramos que el paso dado en el art. 524 LSC hacia el reconocimiento del derecho de voto de titularidades indirectas hace necesario el correspondiente derecho de la sociedad a conocer a los *beneficial owner* por lo que, con motivo de la transposición a nuestro ordenamiento de la reforma de la Directiva, puede ser un momento propicio para el definitivo reconocimiento del derecho de la sociedad a conocer a los titulares económicos.

A continuación haremos una propuesta de *lege ferenda* a este respecto basada en la experiencia comparada con el fin de ampliar el derecho a identificar la sociedad al inversor último y, a su vez, conocer si éste soporta el riesgo de la inversión. Es decir, lo que se propone es intentar implantar las modificaciones necesarias para conseguir apreciar la verdadera estructura de la participación de los socios en los casos de *decoupling*.

C) La extensión del derecho de la sociedad a conocer al titular real.

a) Propuestas para la reforma del ámbito objetivo del art. 497 LSC.

Tal como señalábamos anteriormente, es necesario reconocer el derecho a que todas las sociedades puedan conocer la identidad de sus accionistas, tanto los formales, como también los titulares reales¹⁰⁶⁷ pues las disposiciones estatutarias que algunas sociedades cotizadas han establecido a este respecto no son suficientes para dicho fin ya que no contemplan las consecuencias que acarrearía su incumplimiento. El conocimiento del titular real¹⁰⁶⁸ cumpliría varios fines, entre los que cabría destacar, de un lado, la mejora en la relación entre el emisor y el inversor último¹⁰⁶⁹, pues se reduce la opacidad asociada a las cadenas de intermediación al romper la presunción de

¹⁰⁶⁷ aunque se aprecia que las sociedades del Ibex 35 sí que persiguen conocer el inversor último –vid a este respecto, entre otras, estatutos Ferrovial, Banco Santander, BBVA; BME. Si bien la crítica de la doctrina es que los estatutos no prevén la consecuencia en torno al incumplimiento debido de dicha información, opinando la doctrina que de lege lata implicaría la “denegación de legitimación al voto al accionista –fiduciario–correctamente inscrito en el correspondiente registro contable (Art. 11 LMV), PERDICES HUETOS, A. “Funciones de los registros de accionistas...”, *op. cit.*, p. 37.

¹⁰⁶⁸ A este respecto, a favor, MATEU DE ROS CEREZO, R., “La tenencia indirecta...”, p. 35, Alonso Ureba, DOMINGUEZ GARCIA, M. A., “Comentario...”, *op. cit.*, Perdices, Alfaro entre otros.

¹⁰⁶⁹ ALONSO UREBA, A., en AA.VV., *Transparencia accionarial y buen gobierno corporativo*, Centro de Gobierno Corporativo, 2010, p. 93

legitimación registral¹⁰⁷⁰ y se consigue el ejercicio de los derechos del socio preservando el deber de fidelidad¹⁰⁷¹; de otro, serviría para velar por el cumplimiento de las normas de participaciones significativas o la detección de posibles tomas de control¹⁰⁷².

Con el fin de conocer al titular real, se ha defendido la ampliación en el art. 497 LSC de los sujetos obligados a transmitir la información sobre el accionariado a la sociedad. Es decir, además de las entidades de llevanza de registro de valores, también deberían comunicar la información los intermediarios financieros, las entidades financieras, los fondos de inversión o las entidades depositarias de valores; de este modo, se conseguiría que, además de conocer a los accionistas que figuren en el registro contable, se

¹⁰⁷⁰ Como ya se ha apuntado anteriormente, sería una suerte de “levantamiento del velo de la titularidad fiduciaria, una suerte del “levantamiento del velo de la titularidad fiduciaria o si se quiere, de desestimación de la titularidad fiduciaria –aunque solo sea a efectos informativos- PERDICES HUETOS, A. “Funciones de los registros de accionistas...”, p. 36. MATEU DE ROS CEREZO, R., “La tenencia indirecta...”, p 56: Modificación de las presunciones del art. 11 LM y RD 92: que se rompa la presunción del que aparece en el registro como “titular formal, contable o registral de las acciones en los asientos es el titular legítimo, sino lo que es GESTOR –añado yo contraparte-, en concepto de mero titular a efectos formales y poseedor mediato de la sanciones, sin perjuicio de la concurrencia en un tercero de la condición de titular material legítimo de las acciones, en consecuencia, el titular formal, registral, contable o gesto de las acciones deberá desvelar esa condición a la sociedad emisora –en línea con el art. 524 LSC- y solo podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que de derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta en interés del tercero por cuya cuenta actué cuando sea el caso y siempre que disponga de la representación del accionista final o titular material de las acciones, quien podría legítimamente revocar la representación y reivindicar la propiedad de valores.

¹⁰⁷¹ “La opacidad de la cadena de intermediarios como titulares meramente formales o fiduciarios de acciones, impide a los administradores garantizar el pleno y partidario ejercicio de determinados derechos de minoría con respecto al interés social, evitando así situaciones abusivas de derecho o contrarias a la buena fe –deber de fidelidad del socio” ALONSO UREBA, A., en AA.VV., *Transparencia accionarial*, p.91.

¹⁰⁷² Mientras que Perdices, limitado a supuestos en los que hubiera un interés que lo justificase, como la sospecha de superación de participaciones significativas o cualquier otro tipo de obligación legal que se fuera a infringir al abrigo de la titularidad fiduciaria del intermediario. Por lo que sería una EXCEPCION al principio de unificación subjetiva de los derechos inherentes a la condición de accionista---. Pg. 38. “el hecho de conocer al titular último se pudiera comprobar el cumplimiento efectivo y real de las participaciones significativas...p. 39. Asimismo muestra dudas, Sancha: Gómez Sancha no es partidario de medidas que favorezcan la identificación del inversor último sino que consigan que ejercite los derechos, a este respecto, cita el caso de un equity total return swap como un caso en el que evita que se conozca al inversor último ya que la parte corta que tiene la titularidad formal de las acciones por lo que le corresponde votar, sin embargo, la parte B quien está financiando la operación, tiene derecho a decidir el sentido de voto que ejercerá la parte A . Esto lo que conllevase que si determinamos que el A es el accionista cuando no es conocido por el emisor provoca incertidumbre para el emisor si este le exige los dividendos o se presenta en la junta general, lo que nos lleva a “corporate schizophrenia” de un lado la sociedad quiere conocer al accionista con el fin de conseguir el quorum de asistencia o que voten en favor de las propuestas del consejo, pero a su vez necesitan exactitud, p. 51.

conocería a los accionistas finales o reales¹⁰⁷³. Es decir, se impondría una obligación legal de comunicar tanto la estructura accionarial como el inversor último¹⁰⁷⁴.

En línea con esta iniciativa, cabría entonces utilizar el término "entidades intermediadas" que se establece en el art. 524 LSC con el fin de delimitar los sujetos obligados a informar a la sociedad¹⁰⁷⁵. Entendemos que, en casos de entidades intermediadas, la sociedad podría dirigirse directamente a ellos, pero sería necesario delimitar cuál es el método de identificación pues no sería el mismo que el utilizado para la identificación de los accionistas registrales. En este sentido, la Recomendación 9 del Código de Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas¹⁰⁷⁶ en referencia a la acreditación de la titularidad de las acciones recomienda que "la sociedad haga públicos en su página web, de manera permanente, los requisitos y procedimientos que aceptará". Por lo tanto, en estos casos de identificación, podría ser la sociedad quien estableciera las salvaguardas necesarias para conocer la identidad de los accionistas. A pesar de lo anterior, estaríamos en el mismo punto, pues faltaría un régimen legal sobre el incumplimiento de la provisión de información. En segundo lugar, una opción más restrictiva es aquella que mantiene a las entidades de llevanza de los registros de anotaciones como sujetos obligados a proporcionar la información, si bien ésta se amplía pues debe comunicar la identidad del inversor final o titular económico en los supuestos de titularidades fiduciarias, con independencia del origen del inversor. A tal fin, el titular aparente que aparece en el registro tendría que declarar cuál es la naturaleza de su tenencia, bien directa o indirectamente a la entidad de registro de

¹⁰⁷³ MATEU DE ROS CEREZO, R., *Práctica de Gobierno Corporativo...*, op. cit., p. 100. En esta línea ya se propuso Propuesta Grupo Vasco: destacar la enmienda nº59 de la Ley Economía Sostenible, presentada por el Grupo Vasco, para la introducción de un nuevo párrafo en el art. 497 LSC: "*Si resultara que los accionistas comunicados fuesen personas interpuestas, las entidades emisoras podrán requerir a través de las entidades que lleven los registros de valores presentados mediante anotaciones en cuenta y de los propios intermediarios la información de que dispongan sobre las personas en cuyo interés actúan los accionistas comunicados y dichas entidades e intermediarios estarán obligados a proporcionarla*".

¹⁰⁷⁴ MATEU DE ROS CEREZO, R., "La tenencia indirecta...", p., 35.

¹⁰⁷⁵ Mientras que la Directiva, alude al término intermediarios como una persona jurídica que tenga su domicilio social, administración central o centro de actividad principal en la Unión Europea y mantenga cuentas de valores para clientes"; pero a su vez también resultará aplicable al intermediario de un tercer país "una persona jurídica que tenga su domicilio social, administración central o centro de actividad principal fuera de la Unión Europea y mantenga cuentas de valores para clientes" que haya establecido una sucursal en la Unión (art. 3 sexies).

¹⁰⁷⁶ Recomendación 9: Que la sociedad haga públicos en su página web, de manera permanente, los requisitos y procedimientos que aceptará para acreditar la titularidad de acciones, el derecho de asistencia a la junta general de accionistas y el ejercicio o delegación del derecho de voto. Y que tales requisitos y procedimientos favorezcan la asistencia y el ejercicio de sus derechos a los accionistas y se apliquen de forma no discriminatoria.

anotaciones en cuenta, posibilitando así que si la sociedad emisora lo requiere deba informar sobre el inversor último¹⁰⁷⁷.

A este respecto, cabe resaltar algunos de los sistemas de identificación en Derecho comparado que reconocen el derecho de la sociedad a identificar al inversor último con el fin de considerar su posible implantación en nuestro ordenamiento. El ordenamiento francés dispone de unas previsiones especiales para los casos de inversión extranjera en sociedades emisoras francesas¹⁰⁷⁸ pues pueden registrarse por intermediarios por cuenta de dichos inversores bien en una cuenta conjunta o bien en cuentas individuales. El intermediario debe declarar su cualidad de tal en la tenencia de valores por cuenta de otros (L228-1¹⁰⁷⁹). Aquí reside la diferencia clave con nuestro ordenamiento ya que en Francia se exige informar sobre la naturaleza de la tenencia, dato necesario para que posteriormente la sociedad pueda identificar a los inversores finales.

En el supuesto de las acciones al portador identificables, la sociedad emisora puede conocer al inversor último siempre que así se prevea estatutariamente. En cuyo caso, previo pago al depositario central, recibe los datos relativos al nombre o denominación social del titular, nacionalidad, fecha de nacimiento, año de constitución y direcciones. Una vez recibida la lista, en aquellos casos que haya valores registrados por cuenta de terceros, pueden solicitar a través del depositario central o a las entidades intermediarias la información sobre los propietarios (228-2¹⁰⁸⁰). Cabría también destacar el caso de las

¹⁰⁷⁷ ALONSO UREBA, A., en AA.VV., *Transparencia accionarial*, p. 93: *En el caso de que un accionista actúe como persona interpuesta en interés de terceros, deberá informar de dicha condición a la entidad encargada de los registros de valores, quedando obligada a comunicar a la misma los datos necesarios para la identificación de los terceros en cuyo interés último actúa siempre que, previa previsión estatutaria, así lo haya solicitado la sociedad emisora al pedir a las entidades de los registros la identificación de sus accionistas.*

¹⁰⁷⁸ Un estudio general acciones nominativas al portador, GARCIMARTIN ALFEREZ, F., “Transparencia accionarial: Algunas experiencias en el Derecho comparado” en *Transparencia Accionarial*, Centro de Gobierno Corporativo, 2010. p. 58 y ss.

¹⁰⁷⁹ L228-1: (...) *Ces valeurs mobilières, quelle que soit leur forme, doivent être inscrites en compte au nom de leur propriétaire, dans les conditions prévues aux articles L. 211-3 et L. 211-4 du code monétaire et financier.*

Toutefois, lorsque des titres de capital ou des obligations de la société ont été admis aux négociations sur un marché réglementé et que leur propriétaire n'a pas son domicile sur le territoire français, au sens de l'article 102 du code civil, tout intermédiaire peut être inscrit pour le compte de ce propriétaire. Cette inscription peut être faite sous la forme d'un compte collectif ou en plusieurs comptes individuels correspondant chacun à un propriétaire.

L'intermédiaire inscrit est tenu, au moment de l'ouverture de son compte auprès soit de la société émettrice, soit de l'intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier qui tient le compte-titres, de déclarer, dans les conditions fixées par décret, sa qualité d'intermédiaire détenant des titres pour le compte d'autrui.

¹⁰⁸⁰ Article L228-2

acciones nominativas de carácter intermediado pues, a diferencia de los otros dos tipos de acciones nominativas puras o administradas, en el registro no aparece el titular real de las acciones¹⁰⁸¹; por este motivo, el intermediario debe comunicar quién es el propietario de estos valores a petición del emisor en cualquier momento (228-3¹⁰⁸²). En caso de que la sociedad emisora observe que son valores por cuenta de terceros propietarios, entonces la sociedad puede pedir a dichos titulares intermediarios que revelen la identidad del propietario de los valores y el número de acciones que cada uno

I.-En vue de l'identification des détenteurs des titres au porteur, les statuts peuvent prévoir que la société émettrice est en droit de demander à tout moment, contre rémunération à sa charge, au dépositaire central qui assure la tenue du compte émission de ses titres, selon le cas, le nom ou la dénomination, la nationalité, l'année de naissance ou l'année de constitution et l'adresse postale et, le cas échéant, électronique des détenteurs de titres conférant immédiatement ou à terme le droit de vote dans ses propres assemblées d'actionnaires ainsi que la quantité de titres détenue par chacun d'eux et, le cas échéant, les restrictions dont les titres peuvent être frappés.

Les renseignements sont recueillis par le dépositaire central susmentionné auprès des établissements teneurs de comptes qui lui sont affiliés, lesquels les lui communiquent dans un délai fixé par décret en Conseil d'Etat. Dans les cinq jours ouvrables qui en suivent la réception, ces renseignements sont portés par le dépositaire central à la connaissance de la société.

Lorsque le délai fixé par décret n'est pas respecté, ou lorsque les renseignements fournis par l'établissement teneur de comptes, à l'exception de la communication de l'adresse électronique, sont incomplets ou erronés, le dépositaire central peut demander l'exécution de l'obligation de communication, sous astreinte, au président du tribunal de grande instance statuant en référé.

Sauf clause contraire du contrat d'émission et nonobstant le silence des statuts, toute personne morale émettrice d'obligations, autre que les personnes morales de droit public, a la faculté de demander l'identification des porteurs de ces titres dans les conditions et suivant les modalités prévues aux alinéas précédents.

II.-La société émettrice, après avoir suivi la procédure prévue au I et au vu de la liste transmise par le dépositaire central susmentionné, a la faculté de demander, soit par l'entremise de ce dépositaire central soit directement, dans les mêmes conditions et sous peine des sanctions prévues à l'article L. 228-3-2, aux personnes figurant sur cette liste et dont la société estime qu'elles pourraient être inscrites pour compte de tiers les informations concernant les propriétaires des titres prévues au I.

Ces personnes sont tenues, lorsqu'elles ont la qualité d'intermédiaire, de révéler l'identité des propriétaires de ces titres. L'information est fournie directement à l'intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du code monétaire et financier qui tient le compte-titres, à charge pour ce dernier de la communiquer, selon le cas, à la société émettrice ou au dépositaire central susmentionné.

III.-Les renseignements obtenus par la société ne peuvent être cédés par celle-ci, même à titre gratuit. Toute violation de cette disposition est punie des peines prévues à l'article 226-13 du code pénal.

¹⁰⁸¹ Hay tres tipos de acciones nominativas, las nominativas puras donde no hay dificultades de identificación pues aparecen los registros de la sociedad emisora, las nominativas administradas, donde la titularidad se refleja en el registro del intermediario, facilitándose la comunicación directa a través de euroclear france, esta es la opción imperativa cuando son accionistas de origen francés. Cualquiera de estos dos tipos quien aparece en el registro es el titular real por lo que no tenemos el problema de la intermediación y pérdida de titularidad en virtud del 228-1-VI, vid. *in extenso* GARCIMARTIN ALFEREZ, F., “Transparencia accionarial: Algunas experiencias en el Derecho comparado” en *Transparencia Accionarial*, Centro de Gobierno Corporativo, 2010. p. 59

¹⁰⁸² Article L228-3 *S'il s'agit de titres de forme nominative, constitués par des obligations ou des titres donnant immédiatement ou à terme accès au capital, l'intermédiaire inscrit dans les conditions prévues à l'article L. 228-1 est tenu, dans un délai fixé par décret en Conseil d'Etat, de révéler l'identité des propriétaires de ces titres, ainsi que la quantité de titres détenus par chacun d'eux sur simple demande de la société émettrice ou de son mandataire, laquelle peut être présentée à tout moment.*

Les droits spéciaux attachés aux actions nominatives, notamment ceux prévus aux articles L. 225-123 et L. 232-14, ne peuvent être exercés par un intermédiaire inscrit dans les conditions prévues à l'article L. 228-1 que si les renseignements qu'il fournit permettent le contrôle des conditions requises pour l'exercice de ces droits.

ostenta. Finalmente, como apuntamos anteriormente, el intermediario puede transmitir al titular real las acciones para la asistencia y ejercicio de los derechos con motivo de la celebración de la junta general (228-3-2¹⁰⁸³).

En el caso del ordenamiento italiano se supedita la posibilidad de conocer al inversor último siempre que en los estatutos sociales así lo hayan dispuesto y los accionistas autoricen a facilitar dicha información, por lo que la trazabilidad del inversor último en este caso se encuentra más limitada que en Francia¹⁰⁸⁴. Su regulación se encuentra en el art. 83 duodécies del TUF¹⁰⁸⁵, donde se determina que la sociedad emisora puede requerir a los intermediarios a través del depositario central (Monte Titoli) que les informen sobre los accionistas por cuya cuenta actúan y el número de acciones que

¹⁰⁸³ Article L228-3-2:

L'intermédiaire qui a satisfait aux obligations prévues aux septième et huitième alinéas de l'article L. 228-1 peut, en vertu d'un mandat général de gestion des titres, transmettre pour une assemblée le vote ou le pouvoir d'un propriétaire d'actions ou d'obligations.

Avant de transmettre des pouvoirs ou des votes en assemblée générale, l'intermédiaire inscrit conformément à l'article L. 228-1 est tenu, à la demande de la société émettrice ou de son mandataire, de fournir la liste des propriétaires non résidents des actions ou des obligations auxquelles ces droits de vote sont attachés ainsi que la quantité d'actions ou d'obligations détenues par chacun d'eux. Cette liste est fournie dans les conditions prévues, selon le cas, aux articles L. 228-2 ou L. 228-3.

Le vote ou le pouvoir émis par un intermédiaire qui soit ne s'est pas déclaré comme tel en vertu du huitième alinéa de l'article L. 228-1 ou du deuxième alinéa du présent article, soit n'a pas révélé l'identité des propriétaires des titres en vertu des articles L. 228-2 ou L. 228-3, ne peut être pris en compte respectivement aux assemblées d'actionnaires s'il s'agit de titres de capital ou donnant accès au capital ou aux assemblées générales d'obligataires s'il s'agit d'obligations.

¹⁰⁸⁴ GARGANTINI, M., *Identificazione dell'azionista...*, p.193 apunta que puede que el accionista haya hecho un *op out*, se asemeja el sistema al OBO/NOBO norteamericano, así como las dificultades de trading cuando la cadena es muy larga.

¹⁰⁸⁵ Article 83-duodecies

Shareholder identification

1. Where envisaged in the Articles of Association, Italian companies with shares admitted for trading with the consent of the issuer on regulated markets or multilateral trading systems in Italy or another European Union country, may ask, may at any time and at their own expense call upon intermediaries – through a central depository – to provide data identifying shareholders that have not specifically denied consent to such disclosures, together with the number of shares registered on accounts in their names⁴⁸⁰.

2. The disclosures referred to in subsection 1 must reach the issuer within ten trading days of the date of the request, or other deadline established by Consob by regulation issued in agreement with the Bank of Italy⁴⁸¹.

3. Where the Articles of Association envisage the option indicated in subsection 1, the company shall make the same request if asked to do so by a number of shareholders representing at least half the minimum investment established by Consob pursuant to Article 147-ter, subsection 1. The related costs shall be divided between the company and the shareholders concerned according to criteria established by Consob regulation, with due regard to the requirement not to encourage the use of this tool by shareholders for purposes not consistent with the aim of facilitating coordination between such shareholders for the exercise of rights calling for a professional investment⁴⁸².

4. In accordance with the terms and conditions of Article 114, subsection 1, companies shall publish a disclosure confirming that a request for identification has been made, providing reasons if the request is made pursuant to subsection 1, or the identity and total investment of requesting shareholders for requests made pursuant to subsection 3. The data received shall be made available to shareholders on a commonly-used electronic storage device free of charge, without prejudice to the obligation to update the shareholders' register⁴⁸³.

tienen a su nombre¹⁰⁸⁶. Además de la sociedad, también tienen el derecho a ser informados los accionistas significativos cuya participación sea equivalente a la mitad de la inversión mínima que se requiere para el nombramiento de consejeros¹⁰⁸⁷, repartiéndose el coste entre el accionista en cuestión y la sociedad. En cualquier caso, la información deberá facilitarse en los días 10 días bursátiles siguientes, las sociedades deben hacer público las solicitudes de información y la información estará disponible para los accionistas en un registro electrónico gratuito¹⁰⁸⁸.

Finalmente, destacamos los sistemas escandinavos de anotaciones en cuenta. Sirva como ejemplo de los mismos Suecia, que cuenta con un sistema de carácter centralizado, donde cualquier tipo de inversor puede abrir cuentas directamente, denominadas *owner accounts*. Si bien es cierto que la apertura de la cuenta se realiza a través de un intermediario quien procede a la apertura de la cuenta a solicitud del inversor y a su nombre, pues un inversor ordinario no puede ser participante directo de Euroclear Sweden. A su vez, existen *nominees accounts*, es decir, cuentas ómnibus, aunque la sociedad emisora puede solicitarle información al intermediario sobre los clientes, que le facilitará a la sociedad una lista denominada "*nominee list of owners*". Cabe subrayar que en estos casos quien aparece como cliente no va a ser el inversor extranjero sino el subcustodio, es decir, una entidad sueca quien será el último intermediario. No obstante, Euroclear Sweden puede a su vez proporcionar información sobre la inversión extranjera no institucional. En este último caso, el intermediario no puede votar las acciones sin el debido proxy por escrito de sus clientes¹⁰⁸⁹.

Del análisis del Derecho comparado se infiere que los supuestos de intermediación en la tenencia de acciones son expresamente contemplados en su ordenamiento ya que el sistema de registro de valores contempla cuentas específicas para la intermediación por lo que resulta más sencillo la posterior solicitud de la identificación de los inversores finales; o bien prevé la comunicación de la identidad real a través del depositario central

¹⁰⁸⁶ GARGANTINI, M., *Identificazione dell'azionista...*, p.195, en atención a los art. 2421C. Civil podrá informarse sobre el número completo del accionista, la cantidad de acciones y limitaciones relacionadas. Así como el art. 4 de RD 239 de 1942, el domicilio también. En favor de la medida, *vid.* ESPEN ECKBO, B; PAONE, G., "Reforming share voting systems: The case of Italy", *Tuck School of Business Working Paper*, nº 93, 2011.

¹⁰⁸⁷ Art. 147 ter l.

¹⁰⁸⁸ *In extenso*, GARGANTINI, M., *Identificazione dell'azionista ed esercizio del voto nelle s.p.a. quote*, Università degli Studi di Siena.

¹⁰⁸⁹ ESPEN ECKBO, B., PAONE, G., y URHEIM, R., "Efficiency...", p. 49-55.

o los propios intermediarios. En nuestro ordenamiento, la ampliación de la exigencia de información a los intermediarios o que la sociedad de sistemas o los intermediarios puedan comunicar la titularidad real a través del 497 LSC va a necesitar, a su vez, una revisión de las normas de registro de anotaciones en cuenta, pues la detección de la titularidad depende del suministro de datos por parte de la sociedad de sistemas¹⁰⁹⁰.

b) Examen de los cambios necesarios a adoptar en el régimen de comunicación de las titularidades registrales.

El suministro de datos a la sociedades emisoras sobre la identidad de los accionistas se recoge en el art. 23 del RD 878/2015, en particular, en el apartado 2º se indica que los depositarios centrales de valores establecerán procedimientos para informar a cualquier sociedad y a las asociaciones de accionistas y a los accionistas cuando se cumplan las condiciones del artículo 497.2 sobre de la identidad de sus accionistas que figuren en el registro contable, incluidas las direcciones y medios de contacto de que dispongan, para permitir la comunicación con aquellos. Los datos que se proporcionarán serán los relativos a quienes aparezcan inscritos como titulares en las cuentas de los registros de detalle de las entidades participantes o en las cuentas propias de las entidades participantes o en las cuentas individuales de terceros o administraciones públicas (34. 2. RD 878/2015). Es necesario recordar que la mera inscripción en dichos registros le otorga al inscrito la legitimación registral y se presume titular legítimo en virtud del art. 13. 1. TRLMV. Por lo tanto, la regulación del principio de legitimación registral y la consecuente presunción de titularidad impiden a la sociedad de sistemas proporcionar otros datos adicionales sobre el tercer o sucesivos escalones en la cadena de intermediación lo que impide a la sociedad conocer el tipo de tenencia de acciones.

Con el propósito de que la sociedad pueda conocer la titularidad real podrían llevarse a cabo las siguientes mejoras en el sistema de registro. En primer lugar, se ha apuntado a la necesaria modificación de la presunción de titularidad por una presunción de titularidad formal¹⁰⁹¹, es decir, quien figure como titular en el registro no sería en concepto de dueño (titular real) sino como poseedor mediato¹⁰⁹². De este modo, el

¹⁰⁹⁰ Art. 26 Reglamento de Iberclear.

¹⁰⁹¹ GARCIA MARTIN *el hecho de conocer al inversor ultimo no implica su legitimación a efectos registrales quien aparece en el registro es el titular legitimación*

¹⁰⁹² A este respecto, ruptura de la presunción de legitimación registral, ya lo proponía MATEU DE ROS CEREZO, R., “La tenencia indirecta...”, p. 36, modificación de la presunción de titularidad en el registro

ejercicio de los derechos por el poseedor mediato los llevará a cabo por cuenta de quien actúe en el caso de que tuviere la representación del accionista final¹⁰⁹³. En este sentido, se señala el establecimiento de una presunción de desintermediación en la tenencia de acciones para no tener que cambiar el sistema de anotaciones en cuenta; de esta manera, con independencia del tipo de sistema de anotaciones en cuenta, se presume la tenencia por cuenta del inversor bajo un depósito regular¹⁰⁹⁴.

Una segunda alternativa sería valorar si en vez de cambiar la presunción, alegar la titularidad fiduciaria como prueba suficiente para la ruptura de la presunción; en este sentido, el Código Mobiliario de valores portugués, cuyo sistema registral se asemeja al nuestro, prevé la ruptura de la presunción de titularidad a iniciativa de un tercero o de la propia autoridad supervisora para casos relativos a deberes de información, publicidad u oferta pública de adquisición¹⁰⁹⁵. En relación a las titularidades fiduciarias, aunque se considera complicado su ruptura en tanto que el titular formal consta como legitimado, no obstante, si se probase la ausencia de influencia del titular aparente para el ejercicio del derecho voto sería prueba suficiente para la ruptura de la presunción de titularidad, tal como cabría apuntarse en situaciones de compra de acciones como técnica de *delta hedging* para la cobertura de un *equity swap*¹⁰⁹⁶. Sea como fuere, de la aplicación de cualquiera de estas medidas se desprende que, a pesar de no figurar el titular real en el sistema de registro de anotaciones, se posibilita el ejercicio directo de los derechos por

de anotaciones en cuenta, “*la persona que figure como titular formal, contable o registral de las acciones en los asientos del registro contable no debe presumirse titular legítimo de las mismas sino lo que es, gestor, en concepto de mero titular a efectos formales y poseedor mediato de las acciones, sin perjuicio del aconcurrencia en un tercero de la concurrencia de la condición de titular material legítimo de las acciones*”.

¹⁰⁹³ Por lo que a la entidad emisora le deberá exigir las prestaciones que de derecho las anotaciones por cuenta de quien actúe, siempre que tenga la representación del accionista final, no es la reversión o invalidez de la anotación contable, aunque sea la que se adopta en caso de que haya defecto de origen - así iría en línea con la Directiva 1 de 20 sobre legislation on legal certainty of securities holding.

¹⁰⁹⁴ KOURETAS TARNADIU, “Shareholding in EU ...”: *Regardless of the nature of the securities holding system as direct or indirect, any securities for which a registration at a segregated-investor’s level is effected, should be deemed to be held directly for the investor under the concept of a regular deposit*”. A contrario, ROBLES MARTIN LABORDA, A., “Algunas consideraciones...”, p. 33, 34 no lo considera viable por la posible desmembración de la propiedad, en el caso de que se determine que la propiedad le corresponde al depósito y al depositante un mero derecho de crédito.

¹⁰⁹⁵ Artículo 74. 3 del Código Mobiliario portugués que establece: “*Quando esteja em causa o cumprimento de deveres de informação, de publicidade ou de lançamento de oferta pública de aquisição, a presunção de titularidade resultante do registro pode ser ilidida, para esse efeito, perante a autoridade de supervisão ou por iniciativa desta*”.

¹⁰⁹⁶ Não deve ser porém vedado recorrer àquela disposição (art. 20.º/1 CdVM) para impedir a imputação de direitos de voto ao intermediário financeiro/fiduciário, naqueles casos em que este não tenha qualquer possibilidade (jurídica ou fáctica) de influenciar o seu exercício. FIGUIEREDO, A., *O negócio fiduciário perante terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, [Teses de Doutoramento](#), Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2011, p. 561

el titular real como sucede en algunos ordenamientos del *Common law*¹⁰⁹⁷. No obstante, como el sistema de registro de anotaciones no tendría conocimiento de dicha titularidad real, quienes pudieran transmitir los valores serían los titulares formales por lo que la sociedad tendría que llevar una suerte de libro de registro de titularidades reales con el fin de apuntar dichas titularidades reales¹⁰⁹⁸ cuya eficacia sería "*ad intra*" ya que la eficacia legitimadora únicamente se refleja en el registro de anotaciones en cuenta¹⁰⁹⁹.

La tercera posibilidad sería plantearse la admisión de la titularidad indirecta o fiduciaria como un derecho real innominado en el sistema de registro de anotaciones en cuenta. De este modo, podría conocerse de antemano la titularidad indirecta ya que el art. 12 TRLMV¹¹⁰⁰ exige la inscripción de los derechos reales limitados sobre valores representados por medio de anotaciones en la cuenta correspondiente, lo que implicará el desglose de los valores afectados (art. 18. 3 RD 878/2015). Así, en el caso de que la sociedad u otros interesados quisieran conocer la identidad de los accionistas, se podría considerar que el DCV también indicaría la existencia de dicho derecho real¹¹⁰¹. De

¹⁰⁹⁷ El principio general es que el trustee no tendrá derecho de voto salvo que así se haya previsto por la sociedad que el accionista de legitimación sea el único que puede ejercer los derechos, así se desprende en la Canada Business Corporation Act, 51 (1): 51 (1) A corporation or a trustee defined in subsection 82(1) may, subject to sections 134, 135 and 138, treat the registered owner of a security as the person exclusively entitled to vote, to receive notices, to receive any interest, dividend or other payments in respect of the security, and otherwise to exercise all the rights and powers of an owner of the security. En Australia 1072E Trustee etc. may be registered as owner of shares (9): Shares in a corporation registered in a register and held by a trustee in respect of a particular trust may, with the consent of the corporation, be marked in the register in such a way as to identify them as being held in respect of the trust. V. En favor de la fragmentación de la propiedad, *vid.* VAN ERP, S., "Security interests: A secure start for the development of European Property law", *Maastricht Working Papers*, 5, 2008, En nuestra doctrina, a propósito de la incorporación del ESOP, *vid.* TOMAS MARTINEZ, G., "En busca de una alternativa al trust para articular planes de participación financiera: *employee stock ownership plans* (ESOPs), *Cuadernos de Derecho Transnacional*, *vid.* 6, nº 2, 2014.

¹⁰⁹⁸ En la doctrina inglesa, se denomina a dicho libro "*Governance rights register*" entre otros, NOLAN, R. C., "Indirect investors: a greater say in the company", *Journal of Corporate Law Studies*, que consideraba necesario el cambio del art. 360 para que el indirect investor pudiera votar directamente en vez de a través del intermediario. Mientras que PAINE, J., "Intermediated securities and the right to vote in the UK" en AA.VV., *Intermediated securities: legal problems and practical solutions*, Hart, 2008, p. 87: "Direct enforceable right to vote on the part of the beneficial shareholders. It is then for the Company to verify the identity of the beneficial owner of the shares and take responsibility for recording the voting decision". Entre nosotros, se apunta a la posibilidad de tener un libro de accionistas sin valor, PERDICES HUETOS, A. B. *El libro registro de socios. La legitimación del socio en las sociedades de capital*, Civitas, 2000, pp. 230- 23; RECALDE.

¹⁰⁹⁹ ALONSO UREBA, A., en AA.VV., *Transparencia accionarial*, p. 95 propone la suspensión del derecho de voto de la persona interpuesta que no indique el tercero por cuya cuenta actúa.

¹¹⁰⁰ Art. 12. *La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título. 2. La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que haya practicado la correspondiente inscripción.*

¹¹⁰¹ De este modo se lograría lo que consideraba ALONSO UREBA, A., en AA.VV., *Transparencia accionarial*, p. 93: Respecto al contenido de información a declarar, además del tipo de tenencia, nº de

este modo, al requerir la comunicación de titularidades se conseguirá que la sociedad emisora pudiera preguntar sobre la verdadera identidad de la titularidad real bien al DCV o al intermediario, al conocer la existencia de dicho derecho real de titularidad fiduciaria.

Esta última medida cuenta con la dificultad añadida que supone el reconocimiento de las titularidades indirectas o fiduciarias como un derecho real, pues no resulta unánime la naturaleza de las titularidades fiduciarias ni tampoco parece viable establecer un nuevo concepto de propiedad¹¹⁰². Entre las diversas posturas al respecto, se encuentran la de aquellos que defienden categorizar a las titularidades fiduciarias como derechos reales atípicos o innominados que se estipulen contractualmente. Con esta propuesta no se estaría incorporando un nuevo concepto de propiedad de difícil encaje en nuestro ordenamiento civilista ya que para la transmisión de la propiedad se requiere título y modo. En efecto, con el reconocimiento de un derecho real de fiducia seguiría habiendo una sola propiedad por lo que habría un único propietario¹¹⁰³. Así, por ejemplo, en el

acciones, nombre o denominación social del titular último, nacionalidad, y dirección postal o correo electrónico –así la sociedad puede comunicarse directamente con el inversor último. La comunicación directa con el inversor último es el fin esencial de la política jurídica que debe responder esta regulación, así se facilitaría el contacto directo y remisión de materiales respecto a la convocatoria a de junta, formularios sobre representación y voto a distancia.

¹¹⁰² Dado los diferentes regímenes en Europa, civilistas y de common law que dificultan el encaje común al respecto de los derechos referidos a la tenencia indirecta de valores, se ha propuesto la creación de un nuevo “bien jurídico” como se ha hecho en EEUU en el Uniform Commercial Code es decir, en paralelo al *US securities entitlement* - bajo el cual el inversor no adquiere el valor sino un activo financiero “securities entitlement” que atribuye un haz de derechos tanto de propiedad como de crédito frente al intermediario. Se considera que dicha implantación no tendría que ser a nivel local sino en todos los países de la Unión, incorporando un “derecho de propiedad que consiste en un conjunto de derechos económicos y administradores en favor del securities account holder against sobre el custodio –En este sentido lo han llevado a cabo Luxemburgo o Belgica. En este sentido la propuesta de Unidroit en el art. 7 Unidroit que no define lo que es accionista sino trata de que el hecho de la tenencia indirecta de acciones no afecta la posición del inversor, que podrá votar al menos a través del nominee. No se ha acogido unánimemente, criticado Legal Certainty Group en contra; en Alemania dicen que el Unidroit intermediated securities no es válido y proponen una especie de trust (p. 32-33). Por su parte, entre nosotros, GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities...”, *op. cit.*, p. 57 propone de lege ferenda: *Corporate entitlement is in the hand of the direct investors, while the asset as such is still in the hands of the final investors*. Por lo que es necesario reconocer la transmisión del *corporate entitlement*.

¹¹⁰³ A este respecto, nosotros lo adaptamos a las anotaciones en cuenta: Establecimiento de un derecho real de fiducia, respetando que solo hay una propiedad, aunque solo hay un tipo de dominio, un solo propietario. Se podría permitir al fiduciario aparecer como titular de un derecho real en el que se le cedan, entre otras, las facultades de administrar, gestionar, gravar y vender los bienes sin llegar a atribuirle la condición de propietario formal pero controlando los bienes en la esperanza del cumplimiento del encargo. Así el fideicomitente y los beneficiarios tendrían a su favor un derecho subjetivo sobre las cosas para que se cumpla el encargo. No le estamos otorgando la característica de la propiedad fiduciaria sino de derecho real, el propietario puede el señorío y control de los bienes que se constituyen en otra persona por un tiempo pero retornara bien sobre los bienes o sobre los sustituidos por subrogación real, a él o a

caso de las anotaciones en cuenta, el titular formal (fiduciario) constaría como titular de dicho real al que se le ha cedido la custodia y administración de los valores hasta su venta sin llegar a ser el propietario. El fiduciante (titular real) ha cedido durante un tiempo el derecho de disposición al perder el señorío o control de los bienes con el fin de que el titular formal lleve a cabo el cometido de la administración y gestión de los valores. De este modo sería una suerte de incorporación del *trust* en nuestro ordenamiento a través de la figura de la fiducia cum amico –negocio fiduciario–¹¹⁰⁴ o fiducia con causa gestora¹¹⁰⁵.

En último término, sustentando esta posición doctrinal de asimilación de la titularidad fiduciaria a los derechos reales, se encuentra el art. 231-5 de la Propuesta de Código Mercantil, relativo a la Transmisión fiduciaria de participaciones y acciones que establece: " Las reglas previstas en esta Subsección para el usufructo serán de aplicación a la transmisión fiduciaria de participaciones y de acciones, cualquiera que sea la forma en que se hubiera efectuado". Por lo tanto, la aplicación de las reglas del usufructo a las titularidades fiduciarias refuerza la posición doctrinal en favor de un derecho real de fiducia. En particular, el usufructo, como derecho real que es, debe reflejarse en las anotaciones sobre los valores gravados y, por lo tanto, sería extensible a la titularidad fiduciaria. A mayor abundamiento, si llegara a adoptarse este precepto y aplicarse a cualquier tipo de titularidad fiduciaria, cabría plantearse si las acciones subyacentes de los contratos de derivados o las que se utilizan como cobertura del derivado podrían equivaler a una transmisión fiduciaria de acciones. Por ejemplo, un accionista de una sociedad con una participación significativa, a través de un contrato de *equity swaps*, disminuye su participación en la sociedad en cuestión, ya que vende las acciones en el mercado pero contrata un *equity swap* en el que sitúa como parte larga del mismo. De este modo, sigue soportando el riesgo y recibe los dividendos de las acciones subyacentes, mientras que la parte corta, como método de cobertura de su posición,

otra persona beneficiaria"—el propietario que cede el derecho de disposición lo que quiere es el fiduciario realice el encargo.

¹¹⁰⁴ Aunque considera que hay cierta segregación patrimonial, MARTIN SANTIESTEBAN, en base a la STS 27 de noviembre de 1995, asimila la figura del trust en España a la *fiducia cum amico*, es decir, se le reconocería una suerte de titularidad formal al fiduciario sobre los bienes que le ha confiado el fiduciante, manteniendo este último determinados derechos sobre la cosa fiduciada. Asimilación del trust en España a la fiducia cum amico, -negocio fiduciario--, reconocer una titularidad formal al fiduciario sobre los bienes que le son confiados, y así el fiduciante conserva ciertos derechos sobre la cosa fiduciada, así como la del fiduciario de poseer derechos como beneficiario. De este modo se confirmaría una cierta segregación patrimonial en tanto que el fiduciante es el propietario del bien.

¹¹⁰⁵ DOMINGUEZ GARCIA, M. A., "Comentario...", *op. cit.*, p. 795-796.

compra las acciones que han referenciado como subyacente. En un primer término, las acciones no se han comprado por cuenta de la parte larga sino de motu propio por la parte corta pues quiere cubrir su posición en el derivado. No obstante, en función de los pactos que se establezcan por las partes, se asemejaría a una titularidad fiduciaria en la medida que la parte larga recibe los réditos de las acciones subyacentes así como también puede influir en el sentido del voto y, una vez finalizado el contrato, aun en supuestos de liquidación por especie, puede adquirir dichas acciones. Por lo tanto, en atención a que se den los elementos anteriores, cabría también gravar la cobertura de instrumentos derivados como un derecho real¹¹⁰⁶. Con todo, la tarea resulta ardua pues sería necesario delimitar legalmente e imponer dicho carácter fiduciario¹¹⁰⁷. La dificultad, de nuevo, reside en probar que estamos ante una titularidad fiduciaria. Con independencia de que no se extendiese la asimilación de la titularidades fiduciaria a supuestos de cobertura, el hecho de reconocer las titularidades indirectas como titularidades fiduciarias sería un paso importante pues, aunque se mantiene la legitimación en el titular formal, el hecho de tener constancia en la anotación de la titularidad fiduciaria, permite a la sociedad, en caso de que se adopte un hipotético derecho a investigar, quién tiene interés económico en las acciones.

Como alternativa a una reforma de entidad del sistema de registro de anotaciones en cuenta también puede servir para nuestro cometido la promoción como buena práctica de las cuentas individuales de terceros en supuestos de titularidad fiduciaria. En efecto, la reforma del sistema de anotaciones en cuenta ha incorporado la posibilidad de abrir cuentas individuales de terceros¹¹⁰⁸. Estas cuentas se caracterizan porque se integran en el Registro Central y, aunque su llevanza y gestión es realizada por las entidades participantes, los saldos de los valores de los clientes se anotan de forma segregada, por

¹¹⁰⁶ En relación con el ordenamiento portugués, *vid.* FIGUEIREDO, A., *Negócio fiduciário perante terceiros Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, 2011, pp. 407-408, 563.

¹¹⁰⁷ A este respecto, en contra, GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities...”, p. 51 ya que no es partidario de medidas que favorezcan la identificación del inversor último sino que consigan que ejercite los derechos, a este respecto, cita el caso de un equity total return swap como un caso en el que evita que se conozca al inversor último ya que la parte corta que tiene la titularidad formal de las acciones por lo que le corresponde votar, sin embargo, la parte B quien está financiando la operación, tiene derecho a decidir el sentido de voto que ejercerá la parte A. Esto lo que conlleva es que si determinamos que el A es el accionista cuando no es conocido por el emisor provoca incertidumbre para el emisor si este le exige los dividendos o se presenta en la junta general, lo que nos lleva a “corporate schizophrenia” de un lado la sociedad quiere conocer al accionista con el fin de conseguir el quorum de asistencia o que voten en favor de las propuestas del consejo, pero a su vez necesitan exactitud.

¹¹⁰⁸ El art. 9 TRLMV: c) Una o varias cuentas individuales en las que se anotarán, de forma segregada, los saldos de valores correspondientes a aquellos clientes de las entidades participantes que soliciten la llevanza de este tipo de cuentas en el registro central

lo que desaparece la estructura del doble escalón y directamente figura como legitimado el cliente en virtud del art. 34. 2 del RD, pues establece que la inscripción a nombre del titular en una cuenta individual produce entre otros efectos la atribución de la legitimación registral¹¹⁰⁹. Se desprende de la reforma del sistema de Registro de anotaciones que se ha encaminado, de un lado, al fortalecimiento de un sistema directo de anotaciones en cuenta¹¹¹⁰ pues desaparece el segundo escalón en las cuentas individuales. Aunque, de otro, no se mitiga la vía de la intermediación sino que se refuerza pues también la reforma incluye la posibilidad de abrir cuentas de intermediario financiero, por lo que de nuevo estamos ante un sistema de anotaciones que no llega a ser un sistema directo puro al estilo de los países nórdicos. Sea como fuere, cabría añadirse como buena práctica que el titular fiduciario en una fecha anterior a la *record date* acuerde con el titular real interesado la transmisión de los valores a una cuenta individual en el Registro Central; de este modo el titular real sería quien figurase como legitimado para el ejercicio del derecho de voto los valores de los clientes se anotan de manera segregada¹¹¹¹. Esta propuesta vendría sustentada por la práctica en

¹¹⁰⁹ Art. 34: 2. La inscripción a nombre del titular que se produzca en las cuentas de los registros de detalle de las entidades participantes o, en las cuentas a que se refieren las letras a) y c) del artículo 32.1 y 32.2 en los registros a cargo del depositario central de valores, será la que produzca los efectos previstos en los artículos 9, 10 y 11 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, y su normativa de desarrollo.

¹¹¹⁰ Corriente manifestada desde la doctrina en Derecho comparado de promover sistemas de tenencia directa de acciones con el fin de restituir la relación directa entre emisor e inversor, en este sentido en EEUU, DONALD, D. C., “The rise and effects of the indirect holding system, pp. 55-56 defiende que los sistemas de tenencia directa que promoverá la erradicación del empty voting pues las acciones se vinculan a quien aparece en el registro, salvo en caso de que el accionista intencionadamente quiera mantenerse en el anonimato que las compraría a través de un trust o intermediario- *Because ownership in uncertificated shares is transferred by means of registering the buyer's name on the stockholders list, securities transfers would be integrally tied to the recording of record ownership. No separation between beneficial and record owners would ever occur unless a shareholder intentionally chose to remain anonymous by purchasing shares through a trust or some other fiduciary. If such transactions as loans or pledges of shares triggered a transfer of ownership, they would be visible on the stockholders list, and thus the danger of “empty” voting would be significantly reduced, at least when achieved through such transactions-* Pp. 55 y 56. También se ha pronunciado, KAHAN, M., y ROCK, E. B., “The Hanging Chads of Corporate Voting”, 96, *Georgetown Law Journal.*, 1272-1273 en favor de la desaparición de los títulos en EEUU y en favor de un sistema de anotaciones en cuenta, como ejemplo sitúa al nuestro. No obstante nuestro sistema también impide conocer al inversor último en casos de tenencia fiduciaria de acciones. Desde Europa, se toma una postura intermedia se alude a que se ha de forzar a que quien aparezca en el registro es el accionista y no el intermediario actuando por cuenta del accionistas. Con independencia del sistema, se desea implantar un “straight through processing” en los registros, en vez de forzar a los sistemas a adoptar un sistema de tenencia directa. Entre nosotros, GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Indirect holdings of securities...”, p. 57.

¹¹¹¹ El art. 32. 1, c) del RD 878/2015 no opone limitación a este cometido pues “c) Una o varias cuentas individuales en las que se anotarán, de forma segregada, los saldos de valores correspondientes a aquellos clientes de las entidades participantes que hayan acordado la llevanza de tales cuentas en el registro central. La gestión de estas cuentas se realizará por las entidades participantes en los términos previstos en este real decreto y de acuerdo con las condiciones pactadas con los clientes. Así como el Reglamento en el 19. 3: Cuentas individuales de terceros: estas cuentas reflejarán el saldo de los valores de los que sean titulares aquellos clientes de las entidades participantes que hayan acordado la llevanza de dicha

Derecho comparado¹¹¹², donde se suele recurrir a estas cuentas para el ejercicio de los derechos directos por el titular real. En este sentido, en Francia, en aquellos casos que se hayan abierto cuentas intermediadas, se prevé en el art. 228-3-2 del Code du Commerce la transmisión de las acciones para la asistencia y el ejercicio de los derechos con motivo de la celebración de la junta¹¹¹³.

Sentadas las bases para una reforma del sistema de anotaciones en cuenta, es decir, bien estableciendo una presunción de titularidad formal o bien anotando la titularidad formal como un supuesto de derecho real de fiducia, a nuestro parecer, entendemos que la segunda sería más selectiva, pues sólo en aquellos casos en los que hubiera una titularidad fiduciaria se gravaría como tal. En dicho caso la sociedad en aplicación del art. 497 LSC recibirá los datos de los accionistas, incluyéndose el derecho real de fiducia que graba la anotación en cuenta. Sin embargo, ello no sería suficiente para conocer al titular real detrás de esa titularidad aparente. Por lo que habría que delinear cómo se configuraría un derecho a conocer la titularidad real, una vez que la sociedad conozca la tenencia fiduciaria de cierto paquete de acciones.

En cualquier caso, habría que ampliar el ámbito del 497 LSC a la titularidad real y determinar quién va a proporcionar esa información si el DCV o el titular Fiduciario. A este respecto proponemos la siguiente redacción del apartado primero del art. 497 LSC:

1. La sociedad emisora tendrá derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidas las direcciones y medios de contacto de que

cuenta en el Registro Central. La entidad participante que solicite a la Sociedad de Sistemas su apertura será responsable de la gestión de dichas cuentas, debiendo acordar con su cliente los términos y condiciones de disposición de los valores en ellas anotados

¹¹¹² Un estudio comparado, *vid.* FIGUEIREDO, A., Negócio fiduciário perante terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários, 2011.

¹¹¹³ Article L228-3-2 :L'intermédiaire qui a satisfait aux obligations prévues aux septième et huitième alinéas de l'article L. 228-1 peut, en vertu d'un mandat général de gestion des titres, transmettre pour une assemblée le vote ou le pouvoir d'un propriétaire d'actions ou d'obligations. Avant de transmettre des pouvoirs ou des votes en assemblée générale, l'intermédiaire inscrit conformément à l'article L. 228-1 est tenu, à la demande de la société émettrice ou de son mandataire, de fournir la liste des propriétaires non résidents des actions ou des obligations auxquelles ces droits de vote sont attachés ainsi que la quantité d'actions ou d'obligations détenues par chacun d'eux. Cette liste est fournie dans les conditions prévues, selon le cas, aux articles L. 228-2 ou L. 228-3.

Le vote ou le pouvoir émis par un intermédiaire qui soit ne s'est pas déclaré comme tel en vertu du huitième alinéa de l'article L. 228-1 ou du deuxième alinéa du présent article, soit n'a pas révélé l'identité des propriétaires des titres en vertu des articles L. 228-2 ou L. 228-3, ne peut être pris en compte respectivement aux assemblées d'actionnaires s'il s'agit de titres de capital ou donnant accès au capital ou aux assemblées générales d'obligataires s'il s'agit d'obligations.

dispongan. En el caso de que el accionista sea una entidad intermediaria o un intermediario de la cadena de intermediarios, la sociedad podrá requerir los datos de los titulares indirectos, salvo previsión estatutaria en contrario.

Asimismo sería necesario contemplar las consecuencias del incumplimiento en el caso de que la entidad intermediaria no informe sobre el titular real¹¹¹⁴. Se ha defendido la imposición de sanciones societarias aunque siendo la autonomía estatutaria la que determine si se aplican o no. En este sentido, el incumplimiento podría dar lugar a la suspensión de los derechos de voto en el supuesto de que el intermediario financiero no informe al emisor sobre el último inversor¹¹¹⁵. Incluso se podría ampliar la suspensión a otros derechos del socio hasta que no comunique la identidad del titular real¹¹¹⁶. En este sentido, en Reino Unido se impone la prohibición de transmitir las acciones, la suspensión del derecho de voto y la adquisición de acciones hasta que no se entreguen dividendos ni otras contraprestaciones a aquel que no identifique quien tiene interés económico en las acciones. Cabe destacar como dentro de la autonomía estatutaria se incluye la posibilidad de que sean los administradores los que impongan dichas restricciones, lo que puede dar lugar a un uso fraudulento con el fin de controlar la toma de decisiones en la junta¹¹¹⁷.

¹¹¹⁴ Al margen de las que se podría imponer al DCV o la entidad intermediaria en virtud del TRLMV, entendemos que si el dcv o la entidad participante no cumple la obligación de información sería grave, salvo que afecta a los inversores, entonces sería muy grave. Entendemos que se encuadraría en el art. 249 sobre la Infracciones relativas a los sistemas de compensación y liquidación y registro de valores en concreto sería subsumible en el supuesto que recoge el apartado primero en tanto que omite la información que se le requiere “El incumplimiento por los depositarios centrales de valores y por las entidades participantes en los sistemas de registro, de las normas sobre registro de valores del capítulo II del título I y del capítulo VI del título IV, cuando no constituya una infracción muy grave” y la sanción que acarrea es una multa y la suspensión entre otras de sus actividades o su condición de miembro durante un año.

¹¹¹⁵ ALONSO UREBA, A., y RONCERO SANCHEZ, A., “Sobre la admisibilidad en derecho español vigente de las operaciones de captación del derecho de voto de accionistas en sociedades cotizadas: solicitud de representación, derivados financieros y compra de votos”, en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A., DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M^a. C., MUÑOZ PEREZ, A. F.(Coords.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013, p. 472.

¹¹¹⁶ ALONSO UREBA, A., en AA.VV., *Transparencia accionarial y buen gobierno corporativo*, Centro de Gobierno Corporativo, 2010, p. 95 propone la suspensión del derecho de voto a través de previsión estatutaria al respecto.

¹¹¹⁷ Como se examinó en el caso *JKX Oil & Gas plc and others v Eclairs Group Ltd* [2014] EWCA Civ 640.

D) Una ampliación adicional del derecho de identificación en supuestos de decoupling: el conocimiento de la identidad de quien soporta el riesgo económico de las acciones.

a) El derecho a conocer los intereses en la sociedad.

El conocimiento del titular real no implica conocer quién soporta el riesgo pues puede haber cubierto su posición en la sociedad. Con independencia de que se configurara el instrumento financiero como una titularidad fiduciaria no sabemos hasta qué punto se podría consultar la tipología de dicho derecho real. Por lo que entendemos que, anudado a la capacidad de la sociedad y otros interesados para conocer al titular real, también tendrían que tener derecho a conocer el interés económico tal como sucede en algunos ordenamientos.

A este respecto, en Reino Unido las sociedades y los accionistas significativos tienen la posibilidad de conocer quién tiene un interés real¹¹¹⁸ en las acciones en cualquier momento. La *Companies Act* le confiere a la sociedad un derecho a investigar el interés en las acciones de la compañía. Es decir, además de las notificaciones relativas a la transparencia¹¹¹⁹, la Sección 793 permite a la sociedad conocer quién tiene un “interés” con independencia de su participación en la sociedad¹¹²⁰; a su vez, los miembros de la

¹¹¹⁸ Hay que tener en cuenta que el Sistema inglés el hecho de que en UK no se considera miembro de la sociedad al titular indirecto:

112 The members of a company (1) The subscribers of a company's memorandum are deemed to have agreed to become members of the company, and on its registration become members and must be entered as such in its register of members. (2) Every other person who agrees to become a member of a company, and whose name is entered in its register of members, is a member of the company.

116 Rights to inspect and require copies (1) The register and the index of members' names must be open to the inspection— (a) of any member of the company without charge, and (b) of any other person on payment of such fee as may be prescribed.

126 Trusts not to be entered on register. No notice of any trust, expressed, implied or constructive, shall be entered on the register of members of a company registered in England and Wales or Northern Ireland, or be receivable by the registrar.

En el mismo sentido, el Irish Companies Act, section 170. Trusts not to be entered on register members.

¹¹¹⁹ Se ha señalado por DAVIES, P. L/ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' principles of modern company law*, Sweet & Maxwell, 2012, p.1071 que esta sección viene a reforzar las notificaciones de participaciones significativas, cuando una sociedad tenga indicios de que un inversor no está cumpliendo las reglas de participaciones significativas.

¹¹²⁰ *793 Notice by company requiring information about interests in its shares*

(1) A public company may give notice under this section to any person whom the company knows or has reasonable cause to believe—

(a) to be interested in the company's shares, or

(b) to have been so interested at any time during the three years immediately preceding the date on which the notice is issued.

sociedad que tengan 1/10 es decir, un 10% de capital social, pueden solicitar a la sociedad que ejercite su poder de requerir la información sobre los intereses en acciones¹¹²¹. Una vez requerida y recibida la información la sociedad tendrá que hacer un informe al respecto en un tiempo razonable¹¹²²

Los aspectos fundamentales de la norma son los siguientes: la sociedad tienen la posibilidad de notificar a una persona que la sociedad conozca o crea razonable que tienen interés en las acciones de la compañía o haya tenido interés en los tres años anteriores a la fecha en que se notifica. No obstante, la definición de interés no incluye las posiciones que solo tengan interés económico y no votos, pues la *Companies Act* establece sus propias definiciones y no las del Take Over Panel que sí abarcan los contratos por diferencias. Asimismo, la definición de actuación en concierto es más restrictiva¹¹²³ lo que impide a las sociedades en Reino Unido conocer la cobertura de acciones a través de contratos de derivados.

¹¹²¹ 803 *Power of members to require company to act*

(1) *The members of a company may require it to exercise its powers under section 793 (notice requiring information about interests in shares).*

(2) *A company is required to do so once it has received requests (to the same effect) from members of the company holding at least 10% of such of the paid-up capital of the company as carries a right to vote at general meetings of the company (excluding any voting rights attached to any shares in the company held as treasury shares).*

(3) *A request—*

(a) *may be in hard copy form or in electronic form,*

(b) *must—*

(i) *state that the company is requested to exercise its powers under section 793,*

(ii) *specify the manner in which the company is requested to act, and*

(iii) *give reasonable grounds for requiring the company to exercise those powers in the manner specified, and*

(c) *must be authenticated by the person or persons making it.*

¹¹²² 805, *report to member of the outcome of the investigation.*

¹¹²³ A este respecto, v. DAVIES, P. L/ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' principles...*, op. cit., p. 1075 820 *Interest in shares: general*

(1) *This section applies to determine for the purposes of this Part whether a person has an interest in shares.*

(2) *In this Part—*

(a) *a reference to an interest in shares includes an interest of any kind whatsoever in the shares, and*

(b) *any restraints or restrictions to which the exercise of any right attached to the interest is or may be subject shall be disregarded.*

(3) *Where an interest in shares is comprised in property held on trust, every beneficiary of the trust is treated as having an interest in the shares.*

(4) *A person is treated as having an interest in shares if—*

(a) *he enters into a contract to acquire them, or*

(b) *not being the registered holder, he is entitled—*

(i) *to exercise any right conferred by the holding of the shares, or*

(ii) *to control the exercise of any such right.*

(5) *For the purposes of subsection (4)(b) a person is entitled to exercise or control the exercise of a right conferred by the holding of shares if he—*

A la supuesta persona interesada se le requerirá¹¹²⁴ en la notificación que en fecha razonable¹¹²⁵ se estipule que confirme dicho interés o no en las acciones; en caso

(a) has the right (whether subject to conditions or not) the exercise of which would make him so entitled, or

(b) is under an obligation (whether subject to conditions or not) the fulfilment of which would make him so entitled.

(6) A person is treated as having an interest in shares if—

(a) he has a right to call for delivery of the shares to himself or to his order, or

(b) he has a right to acquire an interest in shares or is under an obligation to take an interest in shares.

This applies whether the right or obligation is conditional or absolute.

(7) Persons having a joint interest are treated as each having that interest.

(8) It is immaterial that shares in which a person has an interest are unidentifiable.

Mientras que en el Take Over Panel sí que se establece la definición: Interests in securities This definition and its Notes apply equally to references to interests in shares and interests in relevant securities. A person who has long economic exposure, whether absolute or conditional, to changes in the price of securities will be treated as interested in those

securities. A person who only has a short position in securities will not be treated as interested in those securities.

In particular, a person will be treated as having an interest in securities if:

(1) he owns them;

(2) he has the right (whether conditional or absolute) to exercise or direct the exercise of the voting rights attaching to them or has general control of them;

(3) by virtue of any agreement to purchase, option or derivative he:

(a) has the right or option to acquire them or call for their delivery; or

(b) is under an obligation to take delivery of them, whether the right, option or obligation is conditional or absolute and whether

it is in the money or otherwise; or

(4) he is party to any derivative:

(a) whose value is determined by reference to their price; and

(b) which results, or may result, in his having a long position in them;

and

(5) in the case of Rule 5 only, he has received an irrevocable commitment in respect of them.

¹¹²⁴ Section 793: *(2) The notice may require the person—*

(a) to confirm that fact or (as the case may be) to state whether or not it is the case, and

(b) if he holds, or has during that time held, any such interest, to give such further information as may be required in accordance with the following provisions of this section.

(3) The notice may require the person to whom it is addressed to give particulars of his own present or past interest in the company's shares (held by him at any time during the three year period mentioned in subsection (1)(b)).

(4) The notice may require the person to whom it is addressed, where—

(a) his interest is a present interest and another interest in the shares subsists, or

(b) another interest in the shares subsisted during that three year period at a time when his interest subsisted, to give, so far as lies within his knowledge, such particulars with respect to that other interest as may be required by the notice.

(5) The particulars referred to in subsections (3) and (4) include—

(a) the identity of persons interested in the shares in question, and

(b) whether persons interested in the same shares are or were parties to—

(i) an agreement to which section 824 applies (certain share acquisition agreements), or

(ii) an agreement or arrangement relating to the exercise of any rights conferred by the holding of the shares.

(6) The notice may require the person to whom it is addressed, where his interest is a past interest, to give (so far as lies within his knowledge) particulars of the identity of the person who held that interest immediately upon his ceasing to hold it.

(7) The information required by the notice must be given within such reasonable time as may be specified in the notice.

afirmativo, debe proporcionar información sobre el interés que persiste o ha tenido en las acciones, así como informar sobre las personas interesadas en dichas acciones, así como dar cuenta de si había actuación concertada entre ellas o pactos de voto. Asimismo, si hubo un interés pasado puede también requerirle que identifique a quien lo ha obtenido posteriormente. De este modo, en caso de tenencia indirecta al que se le notifica deberá trasladar la notificación a la cadena; aunque se aprecian dificultades, pues el intermediario puede alegar que dado el deber de confidencialidad no puede comunicar el inversor último o, si se trata de un banco extranjero, que como intermediario, la normativa de su país no le permite dar dicha información, poniendo así de relieve cómo el componente transfronterizo vuelve a suponer un obstáculo. De todos modos, la doctrina considera que dichas alegaciones constituirían un incumplimiento de la sección 793, pues hace referencia a que debe notificar también “*another interest in shares*” subsiste, luego sí subsiste el interés del inversor último¹¹²⁶. La información se recopilará en un registro de la compañía “*register of interested disclosed*” (808). Cabe destacar que este registro es abierto por lo que puede consultarse sin coste alguno aunque las copias serán pagadas. No obstante el derecho a investigar y a exigir una copia solo será posible si la sociedad determina que la información es para un propósito apropiado (811). En caso de denegarse puede acudir a los tribunales (812).

b) Cambios a introducir en sede de junta general.

A la vista de los problemas que ha supuesto una unificación del régimen de identificación del accionista, resultan ilustrativas las respuestas a la consulta de la ESMA sobre el *empty voting*, puesto que evidencian la necesidad de conocer al *beneficial owner* y a su vez que fuera éste quien ejercitara el derecho de voto directamente. Propugnaban que solo se ejercitara el voto si se tuviera un verdadero interés por lo que es necesario un régimen de transparencia adecuado¹¹²⁷; es decir, que antes de ejercer el voto se comuniquen la identidad y confirmen que tienen interés en las

¹¹²⁵ En caso de que se le dé poco tiempo sería inválida, vid. DAVIES, P. L/ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' principles...*, op. cit., p. 1072.

¹¹²⁶ DAVIES, P. L/ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' principles of modern company law*, Sweet & Maxwell, 2012, p.1072.

¹¹²⁷ ESMA-BNP PARIBAS propone, en línea con la normativa francesa sobre préstamo de valores, sería necesario comprobar que el accionista ejerce el voto cuando tiene verdadero interés económico en la sociedad. Para ello es necesario un régimen de transparencia adecuado en el que se informe a sociedad y accionistas de situaciones de *empty voting*, sancionar dichas prácticas para que no todos los acuerdos de la junta sean impugnables debido a la presencia de un empty voter

acciones que votan o actúan en representación de una parte que tiene el interés económico¹¹²⁸. Se añade también si habrían contraído un préstamo u otro instrumento, a su vez aquel accionista que declaró su intención de asistir y participar pero que, por el contrario, ha transmitido entre la *record date* y el final de la junta ha de comunicarlo¹¹²⁹. Estas comunicaciones se realizarían en el momento de constitución de la junta, figurando en la lista de asistentes los caracteres de la tenencia de acciones, imponiendo sanciones a aquellos que falseen su posición real en la sociedad¹¹³⁰. Otros proponen el cumplimiento de los *Markets Standards for general meetings*¹¹³¹.

En este sentido, de comunicaciones pre-junta, tenemos varios ejemplos en Derecho comparado relevantes para nuestro objeto de estudio. Por ejemplo, el ordenamiento Francés, en su art. L225-126, impone una obligación de información antes de la junta general sobre las operaciones temporales sobre acciones “*operations de cession temporaire*”, es decir un préstamo, o cualquier transacción que implique la obligación de venta o compra al cedente que represente las acciones sobre las que se realiza el contrato un 0.02% del capital social deben notificar en la fecha de *record date* o previamente el número de acciones adquiridas de ese modo, la identidad del vendedor, la fecha y el vencimiento del contrato y si hay acuerdo de votación. En caso de que no se informe, se suspenderá el derecho de voto durante dicha junta y posteriores juntas hasta que se produzca la reventa o restitución de dichas acciones. En caso de que no se haya suspendido el voto, pueden anularse las decisiones adoptadas. El *tribunal de commerce* del domicilio social, puede establecer una suspensión de los derechos de voto de aquél que no hay llevado a cabo la notificación durante un plazo no superior a cinco¹¹³².

¹¹²⁸ ESMA-COMPUTERSHARE, p. 7.

¹¹²⁹ ESMA-EUROSHAREHOLDERS, apunta a la exigencia de notificar por parte de los accionistas que han tomado las acciones en préstamo también que se notifique aquella persona que declaró su intención de asistir a la junta y participar o que, por el contrario, ha transmitido las acciones entre la *record date* y el final de la junta general.

¹¹³⁰ EMSA-GDV: Promueven la modificación de la “*registration of attendance*” o lista de accionistas en nuestro ordenamiento (192 LSC), el accionista deberá indicar los caracteres de la tenencia de sus acciones, por ejemplo, a través de un préstamo de valores o un “*repurchase agreement*”. Aquellos que faciliten información incorrecta no se les privaría del derecho de voto, pero sí se le impondrían sanciones. En este mismo sentido, el derecho a que la sociedad pueda conocer los volúmenes de préstamo de valores y shortselling de sus acciones.

¹¹³¹ ESMA-AFME: Así como la abolición de un sistema general de identificación, salvo que los emisores soliciten la identificación del accionista y se establezca una relación directa entre el emisor y el inversor.

¹¹³² Article L225-126 : (...)

III.-Le tribunal de commerce dans le ressort duquel la société a son siège social peut, le ministère public entendu, sur demande du représentant de la société, d'un actionnaire ou de l'Autorité des marchés

Asimismo, también resulta ilustrativa la propuesta de Portugal para atacar supuestos de captura de votos en la *record date*. Allí se ha incorporado el deber de comunicación a la CMVM y al presidente de la mesa de la junta de la transmisión de acciones entre la fecha de *record date* y la finalización de la junta general con independencia de que el derecho de voto recaiga por aquel legitimado en la fecha de corte y haya transmitido las acciones¹¹³³, tal como establece el art. 23, apartado 7, del Código de Valores Mobiliario: *Quem, nos termos do n.º 3, tenha declarado a intenção de participar em assembleia geral e transmita a titularidade de acções entre a data de registo referida no n.º 1 e o fim da assembleia geral, deve comunicá-lo imediatamente ao presidente da mesa da assembleia geral e à CMVM*. La ratio de este precepto es dar visibilidad a supuestos de *record capture* en los que el legitimado para ejercer el voto no presenta ningún interés económico en la sociedad puesto que ha transmitido las acciones. Esta visibilidad puede contribuir como medio de prueba en los supuestos en que el acuerdo fuere abusivo para la sociedad y se hubiera determinado con el voto determinante del capturador del voto en la *record date*.

Aunque las medidas en el ordenamiento francés y portugués son idóneas para conocer el interés y riesgo de aquellos que tienen una participación en la sociedad, consideramos que no sería posible su incorporación en nuestro ordenamiento. El art. 179. 2 LSC no permite condicionar el derecho de asistencia estatutariamente a aquellos que figuren en el registro de anotaciones en cuenta en la *record date*, por lo que no se podría supeditar la asistencia a que el legitimado proporcione información sobre su interés real en la sociedad. No obstante, consideramos como propuesta alternativa mejorar el contenido de las tarjetas de asistencia. Al igual que de la práctica societaria de nuestras sociedades se desprende la solicitud de información adicional sobre las titularidades fiduciarias, se podría extender dicha solicitud en la tarjeta de asistencia y requerir los detalles sobre la cobertura del riesgo a aquellos que vayan a ejercer el voto en las juntas generales, la naturaleza de la tenencia o el carácter temporal de la misma. De este modo, se

financiers, prononcer la suspension totale ou partielle, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, de ses droits de vote à l'encontre de tout actionnaire qui n'aurait pas procédé à l'information prévue au I.

¹¹³³ Artigo 23.º -C[9] *Participação e votação na assembleia geral*

1 — Nas sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, tem direito a participar na assembleia geral e aí discutir e votar quem, na data de registo, correspondente às 0 horas (GMT) do 5.º dia de negociação anterior ao da realização da assembleia, for titular de acções que lhe confirmam, segundo a lei e o contrato de sociedade, pelo menos um voto

conseguiría detectar posibles casos de *negative voting* o tenencia temporal de acciones¹¹³⁴.

¹¹³⁴ En esta misma línea, en EEUU, *vid.* BECK, P., What we talk about when we talk about voting: Efficiency and the error of empty voting, *Fordham journal of corporate and financial law*, nº 21, 2016, pp. 228 y ss., que propone que en las proxy cards se indique no solo el número de acciones que ostentan sino también si han cubierto o disociado su posición. Esta propuesta amplía los requerimientos de sociedades norteamericanas como Coach y Sarah Lee que posteriormente se analizarán, las cuales requerían para ejercer los derechos de minoría que se indicase la posible cobertura de la posición.

CAPITULO CUARTO MEDIDAS EN DERECHO DE SOCIEDADES CONTRA LOS EFECTOS ADVERSOS DEL DECOUPLING

I. LA INEXISTENCIA DE UNA REGULACIÓN ESPECÍFICA SOBRE EL EMPTY VOTING EN DERECHO SOCIETARIO.

El principal problema que se plantea al abordar el estudio del *empty voting* es la ausencia de un respaldo regulatorio específico que determine las consecuencias del *decoupling*. En este capítulo se expondrán los diversos argumentos respecto la escisión del voto del interés económico a través del recurso a la innovación financiera o al préstamo de valores.

En este primer apartado se recogen las primeras reacciones al problema del *decoupling*. De un lado, la elaboración de Informes con el objeto de evaluar cómo regular los efectos adversos del *decoupling*, ninguno de los cuales tuvo el éxito esperado al no ofrecer una respuesta satisfactoria a la regulación desde la perspectiva del derecho societario. Por el contrario, la Industria del préstamo de valores y de derivados han mostrado tener capacidad de reacción ante el problema formulando recomendaciones que revelan un compromiso por parte de algunos de los actores para afrontar los efectos adversos el *decoupling*.

De otro lado, algunos Ordenamientos han introducido medidas de transparencia adicionales en el contexto de la celebración de la junta general y la práctica ha llevado, a su vez, a incorporar cláusulas anti *empty voting* en los estatutos. Finalmente, desde la jurisprudencia, se ha pretendido asimilar los pronunciamientos en torno a la compra de votos a los supuestos de *empty voting*.

1. Primeras reacciones al *decoupling*.

Los Estados cuyas sociedades y mercados se han visto afectados de algún modo por situaciones de *decoupling* han reaccionado realizando Consultas y emitiendo Informes sobre cuáles serían las medidas qué habrían de adoptarse para resolver el problema que éstas plantean.

En EEUU, en el año 2010, la SEC se servía del *Concept release on the US proxy system*¹¹³⁵ para recibir comentarios sobre la reforma del sistema de *proxy* estadounidense, al tiempo que aprovechaba la consulta para recabar comentarios sobre el *empty voting* y sobre qué medidas de transparencia o societarias habría que adoptar. A pesar de la multitud de respuestas recibidas en favor de la reforma del sistema de *proxy*¹¹³⁶, la SEC no ha dado una respuesta contundente hasta ahora. En esta misma línea, en el año 2013, la *Canadian Securities Administrators* (en adelante, CSA) emitía una consulta en relación a la reforma del voto por *proxy*¹¹³⁷; sin embargo, advertía que los problemas colaterales tales como el *empty voting* no eran el objeto de la consulta aunque se valorarían las opiniones al respecto para el futuro¹¹³⁸.

Desde las instituciones europeas también se han recabado comentarios e informes en relación con el *empty voting*. Con ocasión de la aplicación y reforma de la Directiva de Transparencia, el Informe de la Comisión Europea sobre la armonización de los requisitos de la transparencia ponía de manifiesto que la innovación financiera exigía adaptar la Directiva de transparencia con el fin de incluir ciertos instrumentos financieros a las exigencias de comunicación. No obstante, únicamente se vinculaba el préstamo de valores con el *empty voting*, mientras que en relación con los derivados y, en particular, los liquidados en efectivo, se manifestaba que tan sólo promovían el ocultamiento de la propiedad de las acciones, es decir, la *hidden ownership*¹¹³⁹. En el Documento de Trabajo anejo a dicho Informe, en concreto el anexo 10º, se volvía a limitar la cuestión del *empty voting* al préstamo de valores. Las referencias se basaban en el Informe externo encargado a MAZARS por la Comisión que concretaba las

¹¹³⁵ *Concept Release on the U.S. Proxy System*, SEC Release No. 34-62495 (July 14, 2010) at 99, disponible en: <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>

¹¹³⁶ En este sentido, el 77% de los que respondieron estaban a favor de que se reformara el sistema de tenencia de acciones americano (NOBO/OBO) con el fin de incrementar la transparencia accionarial; el 98% estaban de acuerdo en implementar el voto directo del cliente y un 87% eran partidarios de que se produjeran reformas en torno al *over-voting* y *under voting*, *vid.* SECURITIES TRANSFER ASSOCIATION INC, *White paper: Comment letters on proxy reform show strong support for change*, disponible en: <https://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-281.pdf>.

¹¹³⁷ CSA, *Review of the Proxy Voting Infrastructure*, Consultation Paper 54-401, 2013.

¹¹³⁸ *Ibid.*, p. 4.

¹¹³⁹ En el Informe de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones aplicación de la directiva 2004/109/ce, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado SEC(2010)611 se señalaba que: “(...) Más concretamente, la insuficiente información sobre las prácticas de préstamo de valores parece haber aumentado el riesgo de «voto vacío», y la falta de información sobre los derivados liquidados en efectivo ha aumentado el problema de la «titularidad oculta»”.

alternativas para la regulación del *empty voting*¹¹⁴⁰. En concreto, se sugería el incremento de la transparencia a través de una modificación de la Directiva de Transparencia así como regular una prohibición del *empty voting* que estudiaremos posteriormente¹¹⁴¹. Asimismo, la Comisión europea preguntaba en la Consulta sobre la Modernización de la Directiva de Transparencia sobre el problema del *empty voting* y concluía que no era partidaria de una prohibición absoluta del *empty voting*.

En esta línea de laxitud regulatoria ante el fenómeno del *empty voting*, la ESMA realizaba una consulta específica sobre esta materia a través de la *Call for evidence on Empty Voting*¹¹⁴²; tras el análisis de las respuestas recibidas, se concluía que no resultaba justificada una regulación europea concreta sobre el *empty voting* ni tampoco estudios adicionales a nivel europeo¹¹⁴³. Sin embargo, se señalaba que otras iniciativas de reforma en curso tales como la modificación de la Directiva de Transparencia¹¹⁴⁴ o la adopción del Reglamento de las ventas en corto o la eventual aparición de una Directiva sobre *securities* podrían paliar indirectamente el problema del *empty voting*. Del mismo modo, el reforzamiento de la aplicación de los “*market standards*”¹¹⁴⁵ también justificaba que no fuera necesario su regulación.

A la vista de la falta de una regulación a nivel europeo, algunos ordenamientos han adoptado medidas concretas para fomentar la transparencia en la junta general. Como ya hemos tenido oportunidad de analizar en el capítulo tercero¹¹⁴⁶ merece destacar la aproximación al problema de la *record date* que ha abordado Portugal en cuyo Código de Valores Mobiliarios (art. 23, apartado 7) se prevé el deber de comunicar a aquellos que quieran participar en la junta la transmisión de sus acciones entre la fecha de *record date* y la fecha de finalización de la junta general. No obstante, la medida no ha sido acompañada de las correspondientes consecuencias por el incumplimiento de dicha comunicación. Por el contrario, el ordenamiento francés, añade un plus de transparencia

¹¹⁴⁰ MAZARS. *Transparency directive assessment report*, 2009

¹¹⁴¹ COMISION EUROPEA, *Commission staff working Document The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, COM(2010)243, pp. 86-87.

¹¹⁴² ESMA, *Call for evidence - Empty voting*, 2011/288, disponible en: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-empty-voting>

¹¹⁴³ ESMA, *Feedback Statement: Call for evidence on Empty Voting*, ESMA/2012/415, p. 12.

¹¹⁴⁴ En cualquier caso, con independencia de las referencias explícitas anteriores sobre la prohibición del *empty voting*, la reforma de la Directiva de transparencia en el año 2013 no ha abordado el *empty voting*, circunscribiéndose a la *hidden morphable ownership*, vid. *supra*.

¹¹⁴⁵ *Ibid.*, p.13.

¹¹⁴⁶ *Vid. supra*.

del *decoupling* e incluye medidas sancionadoras¹¹⁴⁷ pues el art. L225-126 del *Code du Commerce* obliga a informar de aquellos que hayan obtenido acciones que representen más de dos centésimas de derechos de voto de manera temporal a la sociedad y a la *Autorité des marchés financiers* a más tardar en el día de la *record date*. El incumplimiento de dicha comunicación de la posición temporal acarrea la suspensión del ejercicio del derecho de voto hasta que no se produzca la reventa de las acciones, con un límite máximo de cinco años; asimismo, establece que serán susceptibles de anulación los acuerdos adoptados que fueron adoptados por accionistas que han contravenido la suspensión.

2. La autorregulación del *empty voting*.

2. 1. “*Markets standards*” en la industria del préstamo y derivados *equity*.

Dentro de las medidas propuestas para evitar los efectos adversos del *decoupling* destacan especialmente los *market standards* o códigos de *soft law* elaborados por la Industria del préstamo de valores y, en menor medida, la de los derivados financieros.

Aunque las manifestaciones encontradas en la Industria en torno al uso abusivo de los *equity swaps* son escasas en comparación con el préstamo de valores, cabe resaltar la propuesta de ISDA sobre la implantación de protocolos en función de la aplicación de los derivados *equity*. Con independencia de que esta propuesta surge en un contexto determinado, esto es, a propósito de la reforma de la normativa de transparencia en Canadá¹¹⁴⁸, podría ser extrapolable a otros ordenamientos. El protocolo distingue a los inversores en función de la causa por la que recurren a contratos de derivados *equity*, es decir, diferencia a los inversores que utilizan estos derivados únicamente como forma de cobertura, de aquellos otros que buscan la influencia o el control de la sociedad. Los primeros se verían exentos de comunicar su participación significativa siempre que cumplan el protocolo impuesto que comprende dos exigencias: en primer lugar, la contraparte que adquiere las acciones como método de cobertura no puede ejercer el voto de las acciones siguiendo las directrices de la otra parte del derivado, sino el sentido de voto de la mayoría, aduciendo la supuesta alineación de la mayoría con el

¹¹⁴⁷ Entre otros, *vid.* BERDOU, A., “Mieux encadrer l'*empty voting*”, *Droit des sociétés*, n°11, Novembre 2011; DONDERO B., EL BADAWI L. y LEPLAT F., *Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement. Le cas de “l'*empty voting*”*, Université de Rouen, 2013, p. 40-61.

¹¹⁴⁸ ISDA, *Comment letter- CSA, Proposed Amendments to Multilateral Instrument 62-104 Take-Over Bids And Issuer Bids Proposed Changes to National Policy 62-203 Take-Over Bids and Issuer Bids and Proposed Consequential Amendments*, 2013.

interés social¹¹⁴⁹. La segunda exigencia restringe a la parte larga del *swap* liquidar el mismo a través de la compra de las acciones de la otra parte, cuando haya disponibilidad en el mercado¹¹⁵⁰.

Por lo que respecta al préstamo de valores, la *International Securities Lending Association* (en adelante, ISLA) en el *Securities Lending Code* refleja el consenso de la industria sobre la mala praxis en la contratación de las operaciones de préstamo de valores que tienen por causa ejercitar el derecho de voto en la junta general. Para contrarrestar dichas prácticas, recomiendan a los prestamistas que sean responsables a la hora de ceder las acciones en préstamo en períodos en los que se prevé la celebración de la junta general¹¹⁵¹. En esta línea, la respuesta de ISLA reconoce que la mayoría de la industria en Europa utiliza el *Global Master Securities Lending Agreement* (en adelante, GMSLA) para la redacción de los contratos de préstamo. En la edición del 2010 de este contrato marco, el punto catorce de su clausulado prevé que el prestatario debe garantizar que no recurre al préstamo de valores con el único fin de votar en la junta general:

“14 BORROWER’S WARRANTIES. Each Party hereby warrants and undertakes to the other on a continuing basis to the intent that such warranties shall survive the completion of any transaction contemplated herein that, where acting as borrower,
(e) it is not entering into a Loan for the primary purpose of obtaining or exercising voting rights in respect of the Loaned Securities”.

¹¹⁴⁹ Esta primera obligación se denomina “*Contingent ballot to eliminate potential voting influence*”: *Under the Protocol, to the extent a counterparty to a swap transaction has hedged its position by acquiring the underlying reference securities, such counterparty would agree to vote those securities proportionately on the same basis as other holders of the securities, not including the other counterparty to the transaction. In this manner, any potential influence that a swap counterparty that has a long position may have would be eliminated since the reference securities would be voted in a manner that reflects the voting preference and pattern of all other beneficially holders generally of the securities (i.e., traditional long investors whose interests are, arguably, aligned with the corporation and its stakeholders generally), ibid.*

¹¹⁵⁰ La segunda parte del protocolo es la *Liquidation restriction*: *The second component of the Protocol Exemption would focus on the counterparty with a long position on the swap and be designed to address the concern that an investor may be able to convert its synthetic economic interest in an issuer into voting securities through the use of equity swaps or similar derivative arrangements. Under the Protocol Exemption, such counterparty would irrevocably undertake not to liquidate its synthetic position under the swap while being in the market as a purchaser of the same securities at the same time. The technical details of the Protocol Exemption would include relevant safeguards relating to timing, irrevocability and application to joint actors, etc., to prevent any abuse of the exemption, ibid.*

¹¹⁵¹ ISLA, *Securities Lending Code*, p. 5.

En esta misma línea, la *International Corporate Governance Network* ha elaborado una guía sobre el préstamo de valores (*ICGN Guidance on Securities Lending*) en la que se tacha de mala práctica el préstamo de acciones con el solo propósito del ejercicio del voto, debido a que el prestatario puede ejercer bien una influencia significativa bien alcanzar el control de la compañía ostentando un interés de carácter temporal sin soportar el riesgo, en contraposición con el resto del accionariado a largo plazo. Como resultado de esta operación, se pueden distorsionar los resultados que se adopten en la junta y reducir la confianza en el mercado. Por estos motivos, se exige al prestatario el deber de no ejercitar el derecho de voto de las acciones tomadas en préstamo a menos que siga las instrucciones del prestamista¹¹⁵². A su vez, la ICGN recomienda la inclusión en el *Master Lending Agreement* de una cláusula que confirme que las acciones no se prestan con el fin de ejercitar el voto y que se determine en qué circunstancias el prestatario puede votar y cuáles son los deberes de los agentes de préstamo en dichas circunstancias. Asimismo, se recomienda a los inversores institucionales que hagan pública la política de voto que seguirán y en torno a qué materias piensan ejercer el *recall*¹¹⁵³.

En relación a la posición en esta materia de los fondos de inversión, la *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) destaca como una buena práctica de los fondos de inversión que manifiesten en relación a su política de voto cuál es su posición respecto de los préstamo de valores¹¹⁵⁴. Por su parte, el *Hedge Fund Standards Board* no considera adecuado que un gestor de fondos tome prestadas acciones con el fin de votar¹¹⁵⁵. Finalmente, tanto en el Reino Unido como en Italia, los inversores institucionales tradicionales sujetos al *Stewardship Code* han de concretar y comunicar las políticas de voto que tienen en las sociedades en las que invierten. En concreto, tendrán que señalar su política de préstamo de valores, en particular,

¹¹⁵² Vid. ICGN, *Guidance on securities lending*, 2016, p. 16 y ss.

¹¹⁵³ *Ibid*, p. 12 y ss. *Master Lending Agreement* : 2.5. The lender's Master Lending Agreement should specify that shares are not being lent for the principal purpose of voting those shares, and should provide clear guidance as to what circumstances might permit a borrower to vote borrowed shares as well as what the responsibilities of any lending agents might be in those circumstances.

¹¹⁵⁴ EFAMA, *Code for external governance*, 2011, p. 4.

¹¹⁵⁵ *Standard*, n° 28. 1, HFSB, *Hedge Fund Standards*, p.33.

determinando en qué casos van a proceder a ejercer el *recall* de las acciones con el fin de ejercitar el derecho de voto en la junta¹¹⁵⁶.

En este apartado, también cabría incluir las manifestaciones de la Industria con respecto a las consultas o informes llevados a cabo por las instituciones de la Unión Europea pues resultan complementarias a las buenas prácticas que se han explicado. En el año 2007, la Comisión Europea promovía una consulta que llevaba por título “*Fostering an appropriate regime for shareholder's rights*”; aquellos que respondieron a la misma manifestaban de manera mayoritaria que el préstamo de valores se debería regular a nivel comunitario y que habría de examinarse el posible uso abusivo del préstamo de valores para influir en la junta general¹¹⁵⁷. Asimismo, el *European Corporate Governance Forum*, en su informe anual del año 2009, defendió, al igual que han manifestado otras organizaciones, que la causa o fin principal del préstamo de valores no puede ser la obtención del derecho de voto¹¹⁵⁸. Son también relevantes las respuestas a la Consulta promovida por la ESMA “*Call for evidence on empty voting*”¹¹⁵⁹ pues reflejan el seguimiento por los consultados de los *markets standards* anteriormente formulados¹¹⁶⁰.

¹¹⁵⁶ A este respecto, *vid.* Principle 6 del FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, p. 12 y Principle 1 del ASSOGESTIONI, *Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*.

¹¹⁵⁷ COMISION EUROPEA, *Synthesis of the comments on the third consultation document of the internal market and services directorate general*, 2007, p.7.

¹¹⁵⁸ EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM, 2009: *To encourage the stand point taken by several self-regulatory organisations that the primary purpose of securities lending should not be the obtaining and exercising of voting rights: this should be considered as best practise*.

¹¹⁵⁹ ESMA, *Call for evidence...*, *cit.*

¹¹⁶⁰ En concreto, entidades bancarias tales como *Deutsche Bank* sugieren que la ESMA examine la posibilidad de adoptar el *Securites Borrowing and lending code of guidance* de ISLA que se analizaba anteriormente, en concreto lo dispuesto en los Parágrafos 7.3 and 7.4 al respecto de la consideración de una mala práctica de mercado el préstamo de valores con el único propósito de votar en la junta general pues los prestamistas deberían ser conscientes de su responsabilidad en la gobernanza cuando prestan las acciones en periodos de junta general. En esta misma línea, JP Morgan también se adhiere a la aplicación del *Securites Borrowing and lending code of guidance* de ISLA, así como también el *Securities Lending and Repo Committee's Securities Borrowing and Lending Code of Guidance* que en el mismo sentido considera una mala práctica tomar en préstamo acciones solo para el propósito de votar. A su vez añade que sus clientes se han adherido al *UK Stewardship Code* que como se ha señalado exige el eficiente uso de sus responsabilidades de gobernanza y, en último término, considera que los prestamistas soliciten el *recall* antes de la junta general en la que se van a adoptar acuerdos trascendentes tales como una opa. Por su parte, *Eumedion* defiende la aplicabilidad del *ICGN Securities lending code*. Mientras que BNP Paribas explica el sistema de transparencia francés que ha de cumplir salvo que se acojan al beneficio del “trading book”, asimismo se indica las acciones tomadas en colateral para las operaciones de sus clientes no deben ser usadas por la institución crediticia o la empresa de inversión. Respecto a los fondos de inversión, algunos de los que contestaron a la consulta destacan el ejercicio del *recall* por los gestores de fondos cuando en la junta general se adoptan temas relevantes como ejemplo de inversión responsable tal como llevan a cabo los asociados a la *Association française de la gestion financière* o el gestor de fondos *SNS Asset Management*. Por su parte, el gestor *Hermes equity* defiende que no se ejerza el voto de las

2. 2. Libertad de pactos estatutarios y *empty voting*.

Algunas sociedades que pudieran verse afectadas por situaciones de *decoupling* se han protegido de los eventuales efectos adversos mediante la modificación de los estatutos sociales. En lo que sigue se detallarán las principales medidas adoptadas.

A) Transparencia en el ejercicio de los derechos del socio.

En EEUU las modificaciones estatutarias se relacionan con la transparencia de la posición del socio ya que se les exige comunicar a la sociedad el interés económico que ostentan en la sociedad. No obstante, las medidas no van tan encaminadas a preservar el ejercicio del derecho de voto como a supeditar el ejercicio de otros derechos a unas exigencias de transparencia que brinden al resto de accionistas información sobre la posición del minoritario *empty voter* en la sociedad y a mejorar la toma de decisiones¹¹⁶¹. A modo de ejemplo, la sociedad Sara Lee¹¹⁶² desde el año 2008 exige a

acciones tomadas en préstamo como cobertura o colateral pues es una suerte de abuso de mercado; una posición semejante formula AVIVA a la citada consulta. Todas las respuestas a la consulta se encuentran disponibles en: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-empty-voting>

¹¹⁶¹ FRANKEL, T., “The new financial assets: separating ownership from control”, 33, *Seattle University Law Review*, pp. 942 y 943.

¹¹⁶² SARA LEE: Section 10. Nominations and Proposals by Stockholders. (a) Annual Meetings of Stockholders. (...) (2) For any nomination or other business to be properly brought before an annual meeting by a stockholder pursuant to Section 10(a)(1), the stockholder must have given timely notice thereof in writing to the Secretary of the Corporation and such other business must otherwise be a proper matter for action by the stockholders. To be timely, a stockholder’s notice shall set forth all information required under this Section 10 and shall be delivered to the Secretary at the principal executive office of the Corporation not earlier than the 150th day nor later than 5:00 p.m., Central Time, on the 120th day before the first anniversary of the date of the proxy statement for the preceding year’s annual meeting; provided, however, that in the event the date of the annual meeting is advanced or delayed by more than 30 days from the first anniversary of the date of the preceding year’s annual meeting, notice by the stockholder to be timely must be so delivered not earlier than the 150th day before the date of such annual meeting and not later than 5:00 p.m., Central Time, on the later of the 120th day before the date of such annual meeting, as originally convened, or the tenth day following the day on which public announcement of the date of such meeting is first made. The public announcement of a postponement or adjournment of an annual meeting shall not commence a new time period for the giving of a stockholder’s notice as described above.

(3) Any stockholder’s notice delivered pursuant to Section 10(a)(2) shall set forth:

(i) as to each individual whom the stockholder proposes to nominate for election or reelection as a director (each, a “Proposed Nominee”), all information relating to the Proposed Nominee that would be required to be disclosed in connection with the solicitation of proxies for the election of the Proposed Nominee as a director in an election contest (even if an election contest is not involved), or would otherwise be required in connection with such solicitation, in each case pursuant to Regulation 14A (or any successor provision) under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the “Exchange Act”), and the rules thereunder;

(ii) as to any business that the stockholder proposes to bring before the meeting, a description of such business (including the complete text of any resolutions to be presented at the annual meeting), the stockholder’s reasons for proposing such business at the meeting and any material interest in such business of such stockholder or any Stockholder Associated Person (as defined below), individually or in the aggregate, including any anticipated benefit to the stockholder or the Stockholder Associated Person therefrom;

(iii) as to the stockholder giving the notice, any Proposed Nominee and any Stockholder Associated Person, (...)

los accionistas la comunicación de si han cubierto su posición en la sociedad o si se sitúan en una posición corta sobre las acciones de la compañía si pretenden ejercer derechos de minoría. En este mismo sentido, la también sociedad norteamericana Coach¹¹⁶³ exige igualmente a los accionistas que comuniquen si han realizado actividades de cobertura en caso de que quieran incluir una propuesta en el orden del día.

Con respecto a la eventual implantación de este tipo de cláusulas en España, se ha rechazado que éstas vayan a resolver el problema del *decoupling* porque no abordan el problema del ejercicio del voto del *decoupler*, ya que se restringe a los derechos de la minoría. Tampoco saldrían a la luz aquellos *empty voters* con umbrales de participación inferiores a los de los accionistas significativos. En suma, por debajo de los umbrales de ejercicio de los derechos de minoría, sólo se conocerían situaciones de *empty voting* siempre que el socio así lo comunicase a la sociedad, situación poco frecuente pues podría frenar su estrategia en la compañía; a este respecto tal eventualidad podría ser utilizada por el consejo de administración para comunicar al resto de inversores la presencia de inversores con interés negativo en la sociedad¹¹⁶⁴.

(C) whether and the extent to which such stockholder, Proposed Nominee or Stockholder Associated Person, directly or indirectly (through brokers, nominees or otherwise), is subject to or during the last six months has engaged in any hedging, derivative or other transaction or series of transactions or entered into any other agreement, arrangement or understanding (including any short interest, any borrowing or lending of securities or any proxy or voting agreement), the effect or intent of which is to (x) manage risk or benefit of changes in the price of Company Securities for such stockholder, Proposed Nominee or Stockholder Associated Person, or (y) increase or decrease the voting power of such stockholder, Proposed Nominee or Stockholder Associated Person in the Corporation disproportionately to such person's economic interest in the Company Securities;

¹¹⁶³ COACH Section 12. Advance notice of stockholder nominees for director and other stockholder proposals. (a) Annual Meetings of Stockholders. (3) Such stockholder's notice shall set forth:

(C) whether and the extent to which such stockholder, Proposed Nominee or Stockholder Associated Person, directly or indirectly (through brokers, nominees or otherwise), is subject to or during the last six months has engaged in any hedging, derivative or other transaction or series of transactions or entered into any other agreement, arrangement or understanding (including any short interest, any borrowing or lending of securities or any proxy or voting agreement), the effect or intent of which is to (I) manage risk or benefit of changes in the price of Company Securities for such stockholder, Proposed Nominee or Stockholder Associated Person or (II) increase or decrease the voting power of such stockholder, Proposed Nominee or Stockholder Associated Person in the Corporation disproportionately to such person's economic interest in the Company Securities, and

¹¹⁶⁴ PALA LAGUNA, R., "La disociación entre los derechos económicos y el derecho de voto en el gobierno corporativo de sociedades cotizadas: la actividad de los hedge funds como nuevos hechos que reclaman una reforma legal" en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS (Dir.), *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Aranzadi, 2014, p. 1153.

B) Mecanismos de control reforzados (*poison pills*)

La sociedad afectada puede incluir mecanismos de control reforzados o *control enhancing mechanisms* con el fin de promocionar al accionista a largo plazo y reducir la aparición de supuestos de *empty voting*. Desde esta perspectiva, se ha considerado que otorgar derechos únicamente a los accionistas a largo plazo mejoraría la posición de este tipo de accionistas y evitaría los efectos adversos del *empty voting*¹¹⁶⁵. Como señalaremos más adelante, estos mecanismos no previenen que se produzcan supuestos de *decoupling*, tan sólo mejoran la posición de los accionistas a largo plazo sin tener en cuenta que las estrategias cortoplacistas pueden tener efectos positivos para la sociedad¹¹⁶⁶.

Entre estos mecanismos destacan, en primer lugar, la emisión de acciones que no hagan atractivo el recurso al *empty voting*, otorgando, por ejemplo, un mayor dividendo cuanto mayor es la participación del accionista en la junta general. No obstante, estas disposiciones no mejoran la calidad del voto, puesto que, si bien se incrementa el quórum de asistencia, no implica que el socio se informe y vote informado. En segundo lugar, cabría la adopción de la limitación del derecho de voto en función del número de acciones que ostente el inversor, tal como se aplica en Reino Unido, donde el otorgamiento del voto decrece cuanto mayor es la participación en la sociedad. De esta

¹¹⁶⁵ En este sentido, SACCO GINEVRI, A., “Long-Term Minority Shareholders’ Right in Publicly Held Corporations”, *EBOR*, 12, 2011, pp. 604-605, aboga por incrementar la influencia de los accionistas a largo plazo. En el mismo sentido, se plantea la concesión de dichos derechos a que sean consistentes con la *record date*, es decir, que mantengan su posición accionarial hasta el final de la junta, *vid.* MARCO MAUGERI, “Record date e nuova inscindibilità della partecipazione azionaria”, *Rivista del diritto commerciale*, 2011, p.107.

¹¹⁶⁶ Cabe destacar diversos pronunciamientos al respecto del cortoplacismo accionarial, entre otros, STRINE, L. J (Jr.), “One fundamental corporate governance question we face: can corporations be managed for the long term unless their powerful electorates also act and think long term?”, 66 *BUSLAW*, I, considera necesario el cambio de perspectiva de los accionistas, que actúen como verdaderos inversores, persiguen la preservación de la riqueza a largo plazo en vez de los movimientos cortoplacistas del precio de las acciones. Mientras que FRIED, J. M., “The Uneasy Case for Favoring Long-term Shareholders”, 124 *Yale L. J.*, 2015, p. 1616 considera que hay la misma distorsión de intereses entre los accionistas a largo plazo que los accionistas a corto plazo cuando en la sociedad los únicos *residual claimants* sean los accionistas por lo que estaríamos más ante una cuestión que se resolvería empíricamente. En este sentido, PACCES, A. M., Exit, voice and loyalty from the perspective of hedge funds activism in corporate governance, *ECGI*, 2016, n° 320, defiende que sea cada sociedad en función de su momento en el ciclo de vida de la empresa a la que puede que le interese más estrategias cortoplacistas. Por su parte, tanto BEBCHUCK, L. A., “The myth that insulation boards serves long-term value”, *Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper*, n° 755, pp. 51-52 como ROE, “Corporate Shortermism-In the Boardroom and in the Courtroom”, *The Business Lawyer*, vol, 68, p. 1006, alertan que el cortoplacismo no puede ser la excusa para incrementar el poder del consejo sino que resultaría más positivo a largo plazo promover la implicación accionarial.

manera y, a modo de ejemplo, a quien tenga menos de 50 acciones se le concede un derecho por acción y, quienes superen dicho umbral, solo obtendrán un voto por las siguientes 20 acciones. Con ello no se eliminaría el *empty voting*, pero sí encarecería la culminación de su estrategia¹¹⁶⁷. Una tercera vía, sería la admisión de estructuras de voto doble o *loyalty shares*, es decir, conferir votos adicionales o acciones a los accionistas a largo plazo¹¹⁶⁸, alternativa que ya ha sido incorporada en otros ordenamientos como en Francia o en Italia¹¹⁶⁹ pero que tendría difícil encaje en nuestro ordenamiento pues su admisión alteraría el principio de proporcionalidad entre voto y acción¹¹⁷⁰. Además, no erradicaría el problema del *decoupling* pues no impide que el accionista leal o largo placista cubran su posición con el recurso a la innovación financiera ni que los beneficios de dicha posición sean disfrutados por otro que no sea el accionista leal¹¹⁷¹.

¹¹⁶⁷ Vid. LEE, M., "Empty voting: private solutions...", p. 909; MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, cit., p. 224.

¹¹⁶⁸ Se ha señalado que puede ser un método para luchar contra el control societario, vid. LE CANNU, P., DONDERO, B., *Droit des sociétés*, 2015, LGDJ, p. 625-626. Así como para promover la estabilidad en la gestión de la sociedad y en la continuación del negocio que están unidas a la lealtad del accionariado por lo que se considera que los administradores tenderán a alcanzar el mejor interés para la compañía, a este respecto, vid. SANTORIO, A., DI PALMA, C., GUARNERI, P., y CAPOGROSSO, A., "Deviations from the one share-one vote principle in Italy: recent developments –multiple voting rights shares and loyalty shares", *Bocconi Legal Papers*, 5, 2015, 164.

¹¹⁶⁹ En Francia, a través de la *Loi Florange* se introduce el derecho a otorgar el voto doble a los socios que hayan tenido ininterrumpidamente las acciones de dicha sociedad durante un periodo de dos años, mientras que en sociedades cotizadas es el principio general por lo que ha de excepcionarse estatutariamente dicho derecho al voto doble en aquellas sociedades que después de la promulgación de la Ley N° 2014-384 de 29 de marzo 2014 dispongan lo contrario -L Article L225-123 Los derechos de doble voto se mantienen tanto en caso de fusión o escisión en la sociedad beneficiaria (L225-124) así como también en casos de sucesión (L225-125). En Italia, el *Decreto Competitività*, DL n° 91 de 24 de junio de 2014 prevé que estatutariamente se autorice la atribución de dos votos por acción a aquellos accionistas que hayan tenido dicha condición durante un periodo inferior a 24 meses, por lo tanto a diferencia del ordenamiento francés se circunscribe a sociedades cotizadas y ha de preverse estatutariamente, cuando el francés es un sistema "opt-out": Art. 127-quinquies (Maggiorazione del voto). En EEUU, también hay partidarios de su incorporación como BOLTON, P., "L-Shares: Rewarding Long-term Investors", que asimila las *loyalty shares* a una suerte de *warrant* que le permite al accionista a largo plazo comprar un número de acciones a un precio predeterminado cuando finaliza el periodo de lealtad.

¹¹⁷⁰ Mientras que SACCO GINEVRI, A., cit., p. 607, p. 615, se muestra en desacuerdo con la ruptura del principio de proporcionalidad para fomentar el largo plazo; PACCES, A. M., cit., p. 31, considera viable la incorporación de estructuras duales aprobadas bajo el principio de mayoría de la minoría (MOM), es decir, quién lo solicite habrá de asegurar su eficiencia.

¹¹⁷¹ En este sentido, vid. PACCES, A. M., cit., p. 33. Al respecto de la ineficacia de las *loyalty shares* para disminuir los supuestos de *empty voting*, MAYER, C., *Firm Commitment*, p. 267 que alerta del posible recurso a derivados para cubrir el interés económico con el fin de protegerse del riesgo asociado a la inversión a largo plazo pero, a su vez, seguir beneficiándose de las *loyalty shares*. Por esta razón, propone el establecimiento de "*controlling registered shares*" en las que no sería posible la cobertura pues durante el periodo de registro las acciones no se pueden transmitir y el número de votos es proporcional al tiempo que las acciones se encuentran inmovilizadas.

En este sentido, con motivo de la reforma de la Directiva 2007/36/EC, la Comisión de Asuntos Jurídicos del Parlamento europeo señalaba la necesaria implantación por los Estados Miembros de los mecanismos necesarios para promover el accionariado a largo plazo. Entre las enmiendas a la propuesta de la Comisión europea, el Parlamento europeo proponía el art. 3 *sexies bis*¹¹⁷² relativo al apoyo a la participación a largo plazo en el que se contemplaba los derechos de voto adicionales, dividendos por fidelidad o acciones por fidelidad, pero como hemos señalado no se relacionan estas medidas con una eventual reducción del recurso al *decoupling* ni tampoco fue aprobado por el Parlamento Europeo¹¹⁷³.

En cambio, se han implantado otras medidas que sí han servido para reducir los potenciales efectos adversos de supuestos de *decoupling* cuando se pasa de la estrategia influyente a pretender el control de la compañía a través de la toma de control de manera oculta y *low cost* gracias al recurso a la innovación financiera¹¹⁷⁴. Se ha apuntado hacia la idoneidad de la incorporación de medidas preventivas anti-opa específicas para los casos de *decoupling*¹¹⁷⁵. En particular, en EEUU, las acuñadas como “*second generation poison pill*”¹¹⁷⁶ han obtenido validez judicial en Delaware¹¹⁷⁷.

¹¹⁷² Proyecto de resolución legislativa del parlamento europeo sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD)), Artículo 3 *sexies bis*. Apoyo a la participación a largo plazo.

Los Estados miembros establecerán un mecanismo para fomentar la participación a largo plazo y alentar la implicación a largo plazo de los accionistas. Los Estados miembros determinarán el periodo de tiempo necesario para ser considerado accionista a largo plazo, que no será inferior a dos años.

El mecanismo mencionado en el párrafo primero incluirá una o varias de las siguientes ventajas para los accionistas a largo plazo

- derechos de voto adicionales,
- incentivos fiscales,
- dividendos por fidelidad,
- participaciones por fidelidad.

¹¹⁷³ En las Enmiendas aprobadas por el Parlamento Europeo el 8 de julio de 2015 sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD)) (1) (Procedimiento legislativo ordinario: primera lectura) ya no se recogía el Artículo 3 *sexies bis*.

¹¹⁷⁴ *Vid. supra.*, los casos Schaeffler, LVMH o Lactalis/Parmalat en el Capítulo 3.

¹¹⁷⁵ Con carácter general, *vid. Report of the High level Group o Company Law Experts Issues Related to Takeoverbis*, Bruselas, Enero, 2002, Anexo 4.

¹¹⁷⁶ NATHAN, C., “Second Generation Advance Notice Bylaws and Poison Pills”, *HLSFCG*, 22 abril 2009, disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/04/22/second-generation-advance-notice-bylaws-and-poison-pills/> En líneas generales, a las *poison pill* se les aplica el *unlocal standard*, es decir, que el consejo de administración está actuando contra una amenaza a la sociedad y que la acción tomada (la *poison pill*) es razonable para la amenaza que se ha provocado. Un estudio sobre el iter judicial *vid.*,

Su activación provoca que se diluya la posición del potencial adquirente al producirse un aumento de capital impidiéndole alcanzar el control de la compañía salvo que consiga la suspensión de la píldora¹¹⁷⁸. Las píldoras de primera generación no contemplaban la innovación financiera en el cómputo del número de acciones del potencial opante por lo que la píldora no se activaba y se alcanzaba el control sorpresivamente. Ante esta laguna, se ideó la nueva generación de píldoras que incluyen dentro del cálculo de la *beneficial ownership*, que desencadena la activación de la píldora, aquellos instrumentos que provean el interés económico de las acciones como son los derivados o swaps¹¹⁷⁹. De este modo, se consigue evitar que se trasladen las acciones a través de un contrato de derivados a manos amigas con el fin de eludir la píldora, es decir, se frena de este modo la formación de un *Wolf pack*¹¹⁸⁰ y cuando se

FERNADEZ TORRES, I., “Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas”, *RDBB*, 110, 2008, BIB 2013\138973.

¹¹⁷⁷ En particular, en relación con las píldoras de segunda generación, en Delaware ya existe jurisprudencia al respecto, en *In Re Atmel Corp. Shareholders Litigation* la Delaware Chancery court no otorgaba la *injunction* que solicitaba para invalidar un *shareholders right plan* con motivo de la posible OPA de *Microchip Technology*. Se ampliaba la definición de *beneficial ownership* incluyendo posiciones derivadas que soportasen el interés económico, a pesar de que se basaba en motivos procedimentales, las sociedades han considerado que siempre que esté suficientemente estructurado el plan será válido. Decimos que en principio han obtenido luz verde judicial pues la *injunction* no fue concebida sobre el fondo de la cuestión sino por aspectos de carácter procedimental, *vid.* HU. H. T. C., “Financial innovation and governance mechanisms: The evolution of decoupling and transparency”, *Business Lawyer*, 2015, p. 365.

¹¹⁷⁸ Como resultado la inclusión de las píldoras lleva al potencial adquirente bien a negociar con el consejo de administración una posible oferta o a través de un *proxy contest* sustituir a todo el consejo y eliminar la píldora, *vid.* ENRIQUES, L., y GATTI, M., “Creeping acquisitions in Europe: Enabling companies to be better safe than sorry”, *ECGI*, n° 264, 2014, p. 21.

¹¹⁷⁹ Se han distinguido dos tipos de píldoras de segunda generación, en primer lugar, aquellas que computan en la *beneficial ownership* todos los instrumentos derivados que haya contraído un inversor cuyo subyacente sean acciones de la compañía, esta aproximación al problema de la propiedad sintética se denomina “*full ownership approach*”, se ha tachado de simplista pues presume que el recurso a instrumentos derivados implica en todo caso que se cubra dicha posición con las acciones físicas de la compañía en cuestión lo que puede dar lugar a un sobreconteo. Por el contrario, en aquellas píldoras que siguen una “*full dilution approach*” el computo es más estricto pues se incluyen únicamente los derivados en los que el accionista es parte pero siempre que se tenga las acciones físicamente por la contraparte de manera directa o indirecta, es decir, se calcularía el número de acciones que se han puesto de subyacente del contrato y las que han sido utilizadas como cobertura por la contraparte de manera indirecta o a lo largo de la cadena de contraparte. Respecto de los dos tipos de aproximación al cómputo de la *beneficial ownership* en contratos de derivados *vid.* GERSTEIN, M. D., FARIS, B. C., CAMPION, T. F. , y DREWRY, C. R., *The resilient rights plan: Recent poison pill developments and trends*, 2014, disponible en: <https://www.lw.com/thoughtLeadership/2014-poison-pill-developments-and-trends>.

¹¹⁸⁰ Del mismo modo se han adoptado *poison pills* para aquellos casos diferentes a la *service strategy*, es decir, cuando se produce un comportamiento conscientemente paralelo —“*conscious parallelism*” de varios activistas que implica la formación de un bloque de control y también admitiendo su validez por vía judicial, tal como fue en *Third Point LLC v. Ruprecht*, No. 9469.VCO, 2014 WL 1922029 (Del Ch, May 2, 2014) o *Yucaipa American Alliance Fund II, LP v. Riggio*, 1 A 3d 310 (Del. Ch 2010), a este respecto, *vid.* LU, “Unpacking Wolf Packs”, *The Yale Law journal*, 2016, p. 779-778.

pretenda adquirir el control de la compañía finalicen los contratos¹¹⁸¹ obteniendo el *wolfpack leader* todas las acciones asociadas.

A pesar de su gran éxito en EEUU, en Europa estas píldoras son de difícil aplicación pues chocan con principios de la Segunda Directiva como es el trato igual entre accionistas (art. 46) o la limitación del derecho de suscripción preferente (art. 33)¹¹⁸², además de las reticencias a estas medidas desde el *soft law*¹¹⁸³; a mayor abundamiento, en caso de que fuera una medida adoptada con posterioridad a la oferta estaría el freno del principio de pasividad del art. 28 del RDOPAS¹¹⁸⁴. En suma, no sería posible esta medida si no se producen las correspondientes modificaciones legislativas¹¹⁸⁵.

3. Tratamiento jurisprudencial del *empty voting* en el *common law*.

3.1. La compra de votos como antecedente del *decoupling*.

El *vote buying* o compra de votos en el contexto societario ha sido definido como el acuerdo en virtud del cual un accionista escinde su derecho de voto para ejercerlo acorde con las directrices de la otra parte firmante del acuerdo a cambio de una determinada contraprestación, por ejemplo, dinero, un contrato de trabajo en la sociedad afectada, un puesto en el Consejo, etc.¹¹⁸⁶. Su viabilidad no ha sido analizada

¹¹⁸¹ En relación a *In Re Atmel Corp. Shareholders Litigation*, C.A. No. 412-CC (Del. Ch. Mar. 11, 2009), *vid. in extenso*, HU, Financial innovation and Governance Mechanisms, p. 365.

¹¹⁸² En caso de medidas pre-opa no se aplicaría la regla de neutralización sino se examinarán en base a la discrecionalidad y lealtad de los administradores, quedando patente la mayor libertad de los administradores teniendo en cuenta que las medidas que se adopten en algunos casos necesitarán de la adopción por parte de la junta, *vid.* DAVIES, P. y HOPT, K. “Control transactions” en AA.VV. *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford University Press, 2009, pp. 245-237.

¹¹⁸³ Código de Buen Gobierno de Sociedades Cotizadas, 2014, Recomendación 1: Que los estatutos de las sociedades cotizadas no limiten el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista, ni contengan otras restricciones que dificulten la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus acciones en el mercado.

¹¹⁸⁴ A este respecto, *vid.* FERNANDEZ TORRES, I., “Luces y sombras...”, *cit.* pp. 17-42, en relación a la incorporar de medidas defensivas estatutarias con anterioridad a una oferta y la dificultad de incorporación estando activa la oferta, en contraposición con la ausencia de la “*passivity rule*” inoperante en EEUU por lo que se presume su validez por aplicación de la *business judgement rule*.

¹¹⁸⁵ A este respecto, en Holanda, han admitido la inclusión de una píldora pero la adquisición de acciones de la compañía no la llevan a cabo el resto del accionariado sino una fundación “*stitching*” que al poder acumular el 50% de las acciones preferentes de manera temporal puede bloquear tanto la toma de control como el consejo de administración. *vid.* CHAZEN, L., The Dutch poison pill: How is it different from an American rights plan, 1 de diciembre de 2015, disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/12/01/the-dutch-poison-pill-how-is-it-different-from-an-american-rights-plan/>; asimismo, ALFARO AGUILA REAL, J, *Activismo accionarial (y II)*, disponible en: <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2014/05/activismo-accionarial-y-ii.html>. En favor de admitir el *empty voting* si bien estableciendo soluciones por vía estatutaria como pueden ser blindajes contra los socios cortoplacistas, *vid.* CARRASCO PERERA, A., *Tratado del abuso de derecho*, p. 698.

¹¹⁸⁶ *Schreiber v. Carney*, Del. Ch. 1982447 A.2d 17 (1982): “Vote-buying, despite its negative connotation, is simply a voting agreement supported by consideration personal to the stockholder, whereby the stockholder divorces his discretionary voting power and votes as directed by the offeror.” o

profusamente por la doctrina estadounidense¹¹⁸⁷, principalmente porque no han aflorado masivamente este tipo de pactos. En efecto, aquellos interesados en obtener el control en la sociedad refuerzan su posición optando por la compra de la totalidad del paquete accionarial en vez de asumir pactos de compra de derechos de voto¹¹⁸⁸.

Por el contrario, la jurisprudencia ha sido la fuente de análisis predominante de la cuestión, destacando la labor de la *Chancery Court* del Estado de Delaware en la determinación de la legalidad de la compra de votos. Resulta de especial interés destacar los principales pronunciamientos pues como señalaremos posteriormente se podría extender dicho tratamiento a los casos *decoupling* como supuestos de nueva compra de votos.

A) Primeros pronunciamientos.

Si analizamos los fundamentos jurídicos de las primeras sentencias que declaran la ilegalidad del *vote-buying*¹¹⁸⁹, predominan aquéllas que consideraban la compra de

Shareholder votes may not be purchased for any consideration personal to the stockholder, 5 Fletcher Cyclopedia, Corporations (Rev.Ed.) § 2066

¹¹⁸⁷ NEEMA, Z y OROSEL, G., "On the efficiency of vote buying when voters have common interests", *International Review of Law and Economics*, 26, 2006, pp. 536-556.

¹¹⁸⁸ LEVMORE, S., "Voting with intensity", 53 *Stan. L. Rev.* 111 2000-2001, p. 137.

¹¹⁸⁹ La ilegalidad comportaba a su vez nulidad de los actos a los que se había asociado el acuerdo, forzando así la aprobación de nuevos acuerdos, o bien, suspender el derecho de voto de las acciones sometidos al pacto. Así se sostuvo en *Hall v. Isaacs* (Del.Ch., 146 A.2d 602 (1958) donde se confirmaba la nulidad del acuerdo de nombramiento de los administradores y se instaba a la repetición de la votación, porque los accionistas no habían ejercido el voto libremente al haberse producido la compra de votos: "(...) In the case at bar two stockholders in four family owned corporations shifted their intra-corporate allegiances after receiving certain personal and corporate promises from those members of the family now in control of the corporations. It was because I deemed this action to constitute a purchase and sale of votes on the record before me that I decided that in an equitable sense a stockholder deadlock had not been broken but concluded that receivers should not be appointed under the statute at least until stockholders had been given an opportunity to attend and to vote freely at new meetings to be conducted by a master. I believe that a more complete record must be made on the issue of whether a stockholder deadlock actually exists, and I adhere to my decision to appoint a master to hold new elections. The master to be appointed will be instructed to report to the Court as to the legality and conduct of such meetings." 11-12). Por el contrario, en *Chew v. Inverness Mgt. Corp* (Del. Ch., 352 A.2d 426 (1976) se determina la ilegalidad de la compra de *proxy* irrevocables y, en consecuencia, dictaminaron la invalidez de dichos votos, si bien no ordenaba la reelección de los miembros del Consejo de Administración porque el porcentaje de votos comprados no eran determinantes para cambiar el sentido de la votación.: "In order to obtain from a stockholder a proxy coupled with an interest and so irrevocable, the consent group made a payment of ten cents per share in return for the offer of an option to purchase the shares in question at a price which was generally fixed at twenty dollars per share (although prices ranged as high as sixty and even eighty dollars) for stock of dubious value, Inverness Management Corporation's common stock having a negative value at the time of three dollars a share. In response to such overtures, as noted above, some twenty-five percent of the consenting stockholders in question gave the applicant group irrevocable proxies*430 to vote their optioned shares either at a meeting of stockholders or by way of consent(...)"

votos como un fraude y una vulneración del deber fiduciario¹¹⁹⁰ de emisión de voto acorde con el bienestar del accionariado general (*Cone v. Russell*¹¹⁹¹). Sin embargo, este planteamiento fue cayendo en desuso de forma progresiva¹¹⁹². Se afirmaba también que la compra de votos era ilegal por resultar contraria a la “*public policy*”¹¹⁹³ pues no sería válida la celebración de un contrato por el cual un accionista se “desentiende” del ejercicio del derecho primando el interés de la sociedad¹¹⁹⁴ y reciba un beneficio superior que el resto del accionariado por acometer este tipo de pactos¹¹⁹⁵. Un tercer elemento configurador de la ilegalidad *per se* de la compra de votos, aunque menos

¹¹⁹⁰ Ningún contrato contraído por un accionista puede desviarse de ese deber fiduciario, *vid. Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 326 N.E 2d 505 (Mass.1975)

¹¹⁹¹ En 48 N.J.Eq. 208, 21 A. 847, 849 (1891), la Corte de New Jersey declaró la nulidad de un contrato por el cual se concedía un proxy irrevocable a cambio de un puesto de trabajo como gestor de la sociedad con un salario prefijado, entre las razones esgrimidas por la Corte se refería a que la disposición natural del accionariado persigue la promoción de los mejores intereses para los accionistas en general, lo que a su vez, favorece la realización de los intereses propios de cada accionista. Por consiguiente, la adopción de un acuerdo por un accionista en beneficio propio sería contrario al interés general del accionario: *The security of the small stockholders is found in the natural disposition of each stockholder to promote the best interests of all, in order to promote his individual interests*” que la concesión de un proxy irrevocable a cambio de la gestión de la sociedad a una salario prefijado

¹¹⁹² La primera evidencia sobre la inoperancia del argumento se recoge en *Mackin v. Nicollet Hotel, Inc.*, 25 F.2d 783, 786 (8th Cir.1928): “*The theory that each stockholder is entitled to the personal judgment of each other stockholder expressed in his vote, and that any agreement among stockholders frustrating it was invalid, is obsolete because it is both impracticable and impossible of application to modern corporations with many widely scattered stockholders, and the courts have gradually abandoned it.*”

¹¹⁹³ Los acuerdos nulos por contrarios a la *public policy* son clasificados en cuatro tipos, aquellos basados en consideraciones corruptas o inmorales, los que transgreden un trust público, limitando el comercio o el matrimonio y, finalmente, los acuerdos para influenciar a las autoridades, *v. LILIENTHAL, Y.W.*, “Corporate voting and public policy”, *Harvard.L.Rev.*, 10, p. 431. 1896-1897. Siendo característico el pronunciamiento jurisprudencial a este respecto en *Macht v. Merchants Mortgage & Credit Company*, 22 Del.Ch. 74, 194 A. 19 (1937) : “*As to the 224 shares which Sigmund Ades, Harry Ades and Sylvia Ades Norinsky hold as a ‘Protective Committee,’ my conclusion is that they should not be permitted to vote. The deposit of these shares with the committee by the various holders was secured by paying out money to the depositing stockholders as an inducement to them to do so. In so far as the voting power of these shares is concerned, I think there can be no doubt that it was purchased. To allow voting rights that are bought to be exercised is against public policy, and would be in fraud of the other stockholders*”. La sentencia cita otras donde se llegó a la misma conclusión, por ejemplo, *Dieckmann v. Robyn*, 162 Mo.App. 67, 141 S.W. 717; *Brady v. Bean*, 221 Ill.App. 279; *Smith v. San Francisco, etc., Co.*, 115 Cal. 584, 47 P. 582, 35 L.R.A. 309, 56 Am.St.Rep. 119.”

¹¹⁹⁴ *Haldeman v. Haldeman* 176 Ky. 635, 197 S.W. 37 “(...) *Public policy forbids the enforcement of a contract by which a stockholder undertakes to bargain away his right to vote for directors according to his best judgment, and in the interest of the corporation*”. Otro caso similar fue: *Brady v. Bean*, 221 Ill.App. 279, 283-284: “*Appellant being a stockholder in the company, any contract entered into by him whereby he was to receive a personal consideration in return for either his action or his inaction in a matter such as a sale of all the company's assets, involving, as it did, the interests of all the stockholders, was contrary to public policy and void, it being admitted that such contract was not known by or assented to by the other stockholders. (...) Such an agreement will not be enforced, as being against public policy.*”

¹¹⁹⁵ *Dieckmann v. Robyn*, 162 Mo.App. 67, 141 S.W. 717, 718: “(...) *Such a contract is void as against public policy, and it operates as a constructive fraud upon the corporation then being organized and upon other stockholders as well. It vouchsafes a valuable consideration to plaintiff, a stockholder of the corporation then in the process of formation, which may induce him to violate whatever trust relation he occupies, to the end of furthering his own private interests as against those of the company and other stockholders. That such a contract is void on the ground of public policy alone is not to be questioned.*”

aludido que los anteriores¹¹⁹⁶, ha sido el establecimiento de una cierta similitud con la ilegalidad de la compra de votos en el contexto de las elecciones políticas, denominado *core vote buying*. Este símil se justifica en cuanto que ambas transacciones implican una violación de los deberes -ya sea como accionista o ciudadano- pues, aunque sea realizado inconscientemente, constituye un abuso de confianza¹¹⁹⁷. Finalmente, diversas sentencias acreditaron la ilegalidad de la venta de votos en base a otros argumentos como por ejemplo, la indisolubilidad de los derechos asociados a la propiedad de la acción¹¹⁹⁸.

B) *Schreiber v Carney*: la legalidad de la compra de votos.

La larga trayectoria seguida por la jurisprudencia en favor de la ilegalidad de la compra del voto experimentó un giro radical¹¹⁹⁹ con el caso *Schreiber v Carney*¹²⁰⁰ enjuiciado por la *Chancery Court* en el año 1982. *Schreiber* era uno de los accionistas de la sociedad *Texas International* y consideraba que se había producido una compra ilegal de votos para alcanzar un acuerdo de fusión entre *Texas International* y *Texas Air*. La junta general de *Texas International* aprobó la concesión de un préstamo a uno de sus accionistas, *Jet Capital*, para que ejerciese de manera anticipada los *warrants*¹²⁰¹ y así desbloquear su oposición¹²⁰² a la fusión motivada por el gasto impositivo que le supondría el intercambio de los *warrants* de *Texas International* por los *warrants* de la nueva sociedad holding *Texas Air*¹²⁰³. La *Court of Chancery*, a pesar de reconocer que la concesión del préstamo implicaba la compra de los votos asociados a las acciones de

¹¹⁹⁶ ANDRÉ, T.J Jr., *cit.* p. 542.

¹¹⁹⁷ Además también se añadía la ilegalidad de la compra de votos por el administrador en las reuniones del consejo, en *Hafer v. New York, L.E. & W.R. Co.*, 9 Ohio Dec. Reprint 470, *6. “A sale by a stockholder of the power to vote upon his shares is illegal, for very much the same reason that a sale of his vote by a citizen at the polls, or by a director of a corporation at a meeting of the board, is illegal. Each is a violation of duty; in effect, if not in purpose, a betrayal of trust.”. Otros casos citados en la sentencia son: *Gurnsey v. Cook*, 120 Mass., 501; *Woodruff v. Wentworth*, 133 Mass., 309; *Fuller v. Dane*, 18 Pick., 484; *Jones v. Scudder*, 2 Cin. Sup. Ct. Rep., 178; *Fremont v. Stone*, 42 Barb., 169; *Noel vid. Drake*, 28 Kansas, 265.”

¹¹⁹⁸ *Luthy v. Ram*, 270 ILL.170, 181, 110 N.E 373, 376 (1915)

¹¹⁹⁹ Por todos, ANDRÉ, T.J (JR)., *cit.*

¹²⁰⁰ *Schreiber v. Carney*, 447 A.2d 17 (Del. Ch. 1982). Un análisis extenso del supuesto, en HASEN, R. L., “Vote Buying”, 88 *Cal. L. Rev.* 1323 2000, 1348.

¹²⁰¹ Se define *warrant* como un derecho de opción de compra o suscripción de valores, en SECA 1933, sec.2.1 (a). Los *warrants* comunes se caracterizan porque van asociados con la compra de acciones preferentes u obligaciones, su ejercicio dependerá del precio de cotización de los valores en el mercado.

¹²⁰² Los estatutos de *Texas International* obligaban a que cada una de las clases de acciones de la sociedad participase en la aprobación de la fusión. Entre los accionistas, la sociedad *Jet Capital* era propietaria de todas las acciones preferentes de la clase C, además de ostentar *warrants* en favor de la compra de acciones ordinarias de la sociedad.

¹²⁰³ HASEN, R. L., *cit.* pp. 19-22.

Jet Capital, no consideró la transacción ilegal *per se*. Las razones esgrimidas partían del reconocimiento del préstamo como compra de votos y del hecho de que toda compra de votos es, en realidad, un acuerdo sobre el sentido del voto. No obstante, añadían que la ilegalidad del *vote buying* no residía en la compra en sí, sino en el propósito de dicho acuerdo.

El cambio jurisprudencial de la *Court of Chancery* que se acaba de describir fue fruto de la evolución en favor de acuerdos de voto en otros contextos validados por la *Supreme Court de Delaware*. A modo de ejemplo, podemos citar, *Rigling Bros., Shows, Inc. V. Rigling* donde se confirmaba un tratamiento liberal de los acuerdos de voto, al permitir el ejercicio de voto por el accionista ya sea para obtener beneficios o por mero oportunismo. En este sentido, posteriormente, fue codificado en la sección 218 del *Delaware Code*, al autorizar pactos entre accionistas para el ejercicio del voto¹²⁰⁴. Finalmente, se amplió la viabilidad de estos acuerdos a los *voting trusts* en *Oceanic Exploration Co*¹²⁰⁵.

Como resultado de todo ello, la *Chancery Court* determina que la compra de votos no tiene por qué ser ilegal siempre y en todo caso, si bien dada la susceptibilidad del abuso que se puede producir al asumir este tipo de pactos, los acuerdos habrían de superar un test para evaluar “su justicia intrínseca”¹²⁰⁶. El test ha sido estructurado por la doctrina en tres niveles¹²⁰⁷. En primer lugar, se ha de determinar que se ha comprado el sentido del voto; tal como se define en la propia sentencia, la compra de votos es todo acuerdo gracias al cual el accionista desliga su poder discrecional de voto al votar como le ha indicado el que ofrece el pacto. Si el acuerdo evidencia la compra de votos, habría que analizar si el contenido del mismo es perjudicial para el resto del accionariado; es decir, que suponga un fraude o una privación de los derechos de los accionistas

¹²⁰⁴ Del.C.Sec.218: “An agreement between 2 or more stockholders, if in writing and signed by the parties thereto, may provide that in exercising any voting rights, the shares held by them shall be voted as provided by the agreement, or as the parties may agree, or as determined in accordance with a procedure agreed upon by them.”

¹²⁰⁵ *Ibid.* n. 25.

¹²⁰⁶ It is clear that the loan constituted vote-buying as that term has been defined by the courts(...)voting agreements in whatever form, therefore, should not be considered to be illegal *per se* unless the object or purpose is to defraud or in some way disenfranchise the other stockholders. This is not to say, however, that vote-buying accomplished for some laudable purpose is automatically free from challenge. Because vote-buying is so easily susceptible of abuse it must be viewed as a voidable transaction subject to a test for intrinsic fairness (...). *Ibid.*, n. 23-26.

¹²⁰⁷ COLE, D. R., “E-proxies for sale? Corporate vote-buying in the internet age”, 76 *Wash. L. Rev.* 824 2001, p. 826.

(“defraud or disenfranchise the other shareholders”¹²⁰⁸). Finalmente, aunque no supusiera tal perjuicio, podría ser un acuerdo anulable si no pasa la última parte del *test of intrinsic fairness* es decir, la aprobación del acuerdo por los accionistas. En este caso concreto, el acuerdo de préstamo fue refrendado por abrumadora mayoría, por lo que la *Court of Chancery*, consideró que el propósito del acuerdo no buscaba el menoscabo en la posición del resto del accionariado sino que suponía un incremento del bienestar accionarial de *Texas International* al conseguir que *Jet Capital* votase a favor de una fusión¹²⁰⁹.

C) La era *post Schreiber*: la ampliación del *intrinsic fairness test*.

A *Schreiber* le sucedieron otros casos bajo la jurisdicción de Delaware, que ampliaron el *intrinsic fairness test* a otros supuestos. Al igual que en *Schreiber*, en la mayoría de los casos¹²¹⁰ no se declaró la nulidad de los acuerdos¹²¹¹ pero, en ocasiones, se amplió el

¹²⁰⁸ Del.C.Sec.218: 26. “I therefore hold that the agreement, whereby Jet Capital withdrew its opposition to the proposed merger in exchange for a loan to fund the early exercise of its warrants was not void per se because the object and purpose of the agreement was not to defraud or disenfranchise the other stockholders but rather was for the purpose of furthering the interest of all Texas International stockholders.

¹²⁰⁹ Del.C.Sec.218: 26 “The agreement, however, was a voidable act. Because the loan agreement was voidable it was susceptible to cure by shareholder approval. *Michelson v. Duncan*, Del.Supr., 407 A.2d 211 (1979). Consequently, the subsequent ratification of the transaction by a majority of the independent stockholders, after a full disclosure of all germane facts with complete candor precludes any further judicial inquiry of it.”

¹²¹⁰ Como excepción, es el caso *Portnoy v. Cryo cell international inc*, C.A. No. 3142-VCS, 15/6/2008 donde se declara la reelección del consejo de administración por la falta de transparencia a los accionistas respecto a un acuerdo entre la sociedad y un accionista disidente que pretendía emprender un proxy fight. Gracias al acuerdo, la sociedad se aseguraba los votos necesarios para mantener a los consejeros, si bien, silenciaban al resto de accionistas que si así se producía, ampliarían el consejo de administración a dos miembros adicionales que serían interpuestos por el accionista disidente. La Corte considera que en la determinación de la ilegalidad de la compra de votos habrá de valorarse si el acuerdo es justo -*intrinsic fairness test*-, los accionistas están debidamente informados y, en línea con el caso *Hewlett* no deben utilizarse los bienes de la sociedad para la compra de votos.

¹²¹¹ Entre otros, *Wincorp Realty Investments, Inc v. Goodtab, Inc*, A.2d, 1983 WL 8948 (Del.Ch.), 8 Del. J. Corp. L. 636.-, la *Chancery Court* no admitió las medidas cautelares solicitadas por la sociedad *Wincorp Realty Investments, Inc* para evitar el ejercicio del voto en una supuesta operación de compra de votos entre un accionista, Miller, y uno de los candidatos a un puesto en el Consejo, Goodman. Basándose en la aplicación del test aparecido en *Schreiber*, llega a la conclusión que la compra de votos no era ilegal porque *Wincorp* no consiguió demostrar la existencia de un daño a la sociedad o a los accionistas, añadiendo la Corte que, aún en el supuesto que Goodman obtuviese los votos necesarios para ser consejero, su posición no sería dirimente para la marcha de la sociedad en un Consejo formado por nueve miembros. *Ibid*: *4. “ (...) Under these presently unchallenged circumstances, coupled with the indication in *Schreiber* that a vote-buying agreement is not illegal per se in the absence of a clear showing of a fraudulent purpose or an intent to disenfranchise other shareholders, and coupled also with a failure of *Wincorp* to demonstrate any immediate irreparable injury to the corporate enterprise in the event that Goodman receives enough votes to be elected a director, I think it obvious that under the standards applicable to a grant of preliminary injunctive relief the present application of *Wincorp* for the issuance of a preliminary injunction to prevent *Goodtab* from voting *Miller's* shares must be denied.”. En contra de este pronunciamiento, *vid. CUNNINGHAM, K.C.*, “Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments”, 64 N. Y. U. Ann. Surv. Am. L., 2008-2009, p.

ámbito de aplicación de *Schreiber*¹²¹². En efecto, en el caso *Hewlett v. Hewlett-Packard Co*¹²¹³, la falta de pruebas¹²¹⁴ impidió a la *Court of Chancery* de Delaware aplicar el

325 que critica el liberal concepto de daños por Delaware, considerando que se produce un daño a la sociedad por el hecho de que se produzca un resultado adverso por la compra de votos.

El caso *Kass v. Eastern Airlines* (A.2d, 1986 WL 13008 (Del.Ch.), 12 Del. J. Corp. L. 1074) difiere de *Schreiber* y *Wincorp* porque se enjuicia la viabilidad de la compra de votos a obligacionistas. El objetivo de compra de votos por la sociedad *Eastern Airlines* era alcanzar la necesaria mayoría de dos tercios de los votos de los obligacionistas para modificar el contrato por el que se regían dichas obligaciones. Gracias a lo cual podría conseguir que llegara a buen término la operación de fusión con una filial de *Texas Airlines*. La *Court of Chancery* vuelve a negar la ilegalidad per se de la compra de votos al comprobar que no se produce un tratamiento desigualitario (*disenfranchisement*) de los obligacionistas, al haber realizado la misma oferta de compra de voto a cada uno de los obligacionistas. La Corte añade que, para que la compra de votos sea ilegal, tendría que haberse tratado de un acuerdo en el que los términos no fueran iguales para todos los obligacionistas. “*Here there could be no claim of fraud. The gist of the complaint is not that Eastern is not being candid but that it is being wrongfully coercive and unfair. Thus we can pass over the fraud element of the test and focus upon the “disenfranchisement” aspect. The fact that the offer in this case is one made publicly to all voters on the same terms—that each bondholder is free to accept or reject it—precludes, in my opinion, a conclusion that it disenfranchises any voter or group of voters (although the same could not perhaps be said were the offer of consideration in exchange for a bondholder’s vote not made to all bondholders on the same terms). Accordingly I can detect no sufficient authority to conclude **1081 that any applicable public policy precludes Eastern from offering inducement to consent and limiting that inducement to those bondholders who grant the consent sought.*”)

También se ha pronunciado la *Chancery Court*, en la era post-*Schreiber*, en relación a los supuestos de *proxy fights*. En concreto, en el caso *Weinberger v. Bankston* (A.2d, 1986 WL 13008 (Del.Ch.), 12 Del. J. Corp. L. 1074), la sociedad *TI* alcanzó un acuerdo con dos accionistas para diluir sus pretensiones en favor de la liquidación de la sociedad mediante un acuerdo por el cual los accionistas garantizaban proxys irrevocables de sus acciones así como la venta de las acciones en un año además, pasarían a ser inversores pasivos, por lo que en el futuro no se involucrarían en la sociedad y a cambio recibían un reembolso parcial de los gastos ocasionados en un *proxy fight* previo anulado por la District Court. La Corte resuelve negando la ilegalidad del acuerdo sintetizando de nuevo la argumentación en *Schreiber*: “*Vote buying, however, is no longer per se unlawful. The validity of a transaction involving vote buying must be determined by reference to the object and purpose of the transaction. If the transaction is intrinsically fair and its object or purpose is not to defraud or disenfranchise stockholders, it will be upheld*”. En el caso concreto, el acuerdo era intrínsecamente justo ya que gracias al mismo la sociedad obtenía beneficios económicos al no tener litigación adicional y otros gastos valorados en 2 millones de \$.

Esta línea jurisprudencial continuó en *In re IXC Communications, Inc. v. Cincinnati Bell, Inc.*, 1999 WL 1009174 (Del.Ch. Oct 27, 1999) (NO. C.A. 17324, C.A. 17334) donde la *Court of Chancery* vuelve a rechazar la ilegalidad de un pacto entre un accionista CBI y la Sociedad IXC cuyo objetivo era que el accionista votara a favor de la fusión. La Corte, para dictaminar la legalidad del acuerdo, se basó en que los demandantes no pudieron demostrar que era anulable porque no se produjo un menoscabo en los derechos de los demás accionistas. En efecto, los accionistas ajenos al acuerdo ostentaban una mayoría de votos del sesenta por ciento y tenían en su poder la información necesaria para evaluar el acuerdo con *CBI* ya que, en la documentación adicional a la solicitud de proxy, se les adjuntaban las alegaciones vertidas por los demandantes. Por consiguiente, la Corte declara que el objeto del pacto no era atentar contra los derechos de los restantes accionistas ya que éstos últimos tienen el porcentaje de votos suficiente para decidir la aprobación de la fusión, además de toda la información necesaria sobre el acuerdo de compra de votos para evaluar la onerosidad del acuerdo de compra de votos, y en su caso, paralizar la fusión: “*9 The fact that a numerical majority of IXC shareholders are still in a position independently to void the allegedly onerous effect of this vote-buying transaction by voting against the merger leads me to conclude that this agreement does not, in fact, have the purpose or effect of disenfranchising this remaining majority of shareholders.*

¹²¹² COLE, D. R., *cit.*, p. 827.

¹²¹³ A.2d, 2002 WL 818091, Del.Ch., 2002.

¹²¹⁴ La prueba aportada, la grabación de una llamada telefónica entre *Hewlett-Packard* y *Deutsche Bank* en la cual el demandante alega que se estaba forzando a *Deutsche* a votar a favor de la fusión para que así continuaran las buenas relaciones entre las dos sociedades, resultó insuficiente: “*I conclude that plaintiffs have failed to prove that HP management improperly enticed or coerced Deutsche Bank into voting in*

intrinsic fairness test. Sin embargo, la importancia de este caso reside en que la Corte amplió la *ratio* respecto a cuándo se produce el *disenfranchisement* de los accionistas pues no es necesario que el *vote buying* alcance la mayoría del accionariado ya que la compra minoritaria de votos puede resultar determinante para la aprobación del acuerdo en cuestión¹²¹⁵. Por lo tanto, la ilegalidad de la compra de votos se circunscribe a aquellos supuestos donde el poder de voto del accionariado que no participa en la compra no tenga el poder suficiente para frenar la operación que votan los “*vote-buyers*” o denominadas situaciones de “*locked up*”. Por otra parte, subdivide la compra de votos entre los acuerdos adoptados por los administradores y aquellos que son aprobados por los accionistas, subrayando su diferenciación. Mientras que se impide a los administradores mediante el recurso a los activos societarios realizar la compra de votos, en el caso de los accionistas, les está permitido asumir cualquier tipo de pacto de venta de votos¹²¹⁶.

En *Kurz v. Holbrook*¹²¹⁷, Delaware vuelve a dar un paso más en el desarrollo jurisprudencial de la compra de votos. Introduce una nueva categoría de compra de votos, “*third-party vote buying*”, es decir, aquella compra de votos en la que no ha habido *insider trading*. Sucintamente, revisa la jurisprudencia y doctrina reciente sobre *vote buying*. Además, el *Vice Chancellor* aprovecha para defenderse de las críticas vertidas por los demandantes en relación con la permisibilidad de Delaware sobre compra de votos, asegurando que es necesario remediar aquellas situaciones en que resulta perjudicial la escisión entre la propiedad económica de la acción y los derechos de voto, particularmente cuando hay fraude o disparidad de información. Sin embargo, en este caso, la parte que compra los votos, *Kurz*, también asume los riesgos

favor of the merger. Accordingly, I will enter judgment in favor of HP and dismiss the plaintiff's complaint.”

¹²¹⁵ *Ibid*, en *15: “ *I also disagree with HP's assertion that to establish the invalidity of vote-buying agreement, a plaintiff must show that a majority of all outstanding shares was obligated to vote in favor of the transaction as a result of the vote-buying...Less than a majority of votes can be decisive in tipping the results of an election in one way or another.*”

¹²¹⁶ *Ibid*: “*Shareholders are free to do whatever they want with their votes, including selling them to the highest bidder. Management, on the other hand, may not use corporate assets to buy votes in a hotly contested proxy contest about an extraordinary transaction that would significantly transform the corporation, unless it can be demonstrated, as it was in Schreiber, that management's vote-buying activity does not have a deleterious effect on the corporate franchise. Por consiguiente, en el supuesto, no se considera compra de votos a mere offer of a position on a management slate should not be considered a vote-buying arrangement subject to a test of entire fairness, and for that reason, I see no reason to condemn the addition of Filipowski to the Management Slate*”

¹²¹⁷ 989 A.2d 140, Del.Ch.,2010.

económicos de la propiedad¹²¹⁸. La Corte Suprema confirma la decisión de la *Court of Chancery* constatando que no se generaba una escisión entre la propiedad y los derechos económicos de las acciones vendidas, ya que se había producido su completa transmisión¹²¹⁹.

D) La adaptación de la doctrina de compra de votos a los casos de *empty voting* en EEUU.

La doctrina no es unánime en torno a la aplicabilidad de la *vote buying doctrine* a los casos de *decoupling*. Aquellos que se muestran escépticos sobre su posible asimilación alegan que en las operaciones de *decoupling* no hay una transferencia del derecho de voto del vendedor al comprador como ocurre en las compras de voto. En concreto lo que realmente sucede en el *empty voting* a través de derivados es que un inversor compra acciones y transfiere el riesgo económico anudado a las mismas. Asimismo, el préstamo de valores tampoco supone una compra de votos, en tanto que las acciones prestadas confieren un interés económico pleno y el derecho de voto aunque sea de manera temporal¹²²⁰.

Los partidarios de la aplicación de la *vote buying doctrine* defienden, por el contrario, que la doctrina establecida *Schreiber* puede albergar también las disociaciones entre las acciones y el derecho de voto ya que ésta se adaptó a una operación de préstamo, por lo que también puede amoldarse a las innovaciones financieras¹²²¹. El examen judicial en este caso consistiría en valorar si con la efectiva separación entre la propiedad de las acciones y el voto se consigue que los intereses del votante sean diferentes a los del resto del accionariado tal como se recoge en el caso *IXC*¹²²². Gracias a esta

¹²¹⁸ Vid. “Delaware Court of Chancery Addresses Proxy Contest Mechanics and Vote Buying”. *The Harvard School Law Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 19/02/2010, <http://blogs.law.harvard.edu>

¹²¹⁹ *Crown Emak Partners v. Kurz*, No. 64, 21/4/2010: “We hold that the Court of Chancery correctly concluded that there was no improper vote buying, because the economic interests and the voting interests of the shares remained aligned since both sets of interests were transferred from Boutros to Kurz by the Purchase Agreement.”

¹²²⁰ HU, H. T. C/ BLACK, B., “The new vote buying...”, cit. p. 862-863.

¹²²¹ CUNNINGHAM, K.C., cit., p. 322: “*Schreiber* is a recent revision in which the court specifically recognized that adaptations were necessary in light of developments in corporate law (*Schreiber* 447 A. 2d at 24)”.

¹²²² *IXC*: Generally speaking, courts closely scrutinize vote-buying because a shareholder who divorces property interest from voting interest, fails to serve the “community of interest” among all shareholders, since the “bought” shareholder votes may not reflect rational, economic self-interest arguably common

interpretación funcional, el *empty voting* equivaldría a un *vote buying* de hecho (*de facto vote buying*) pues aunque no se produzca una venta del voto sino del interés económico de su inversión¹²²³, el resultado es el mismo a una compra de votos¹²²⁴, lo que justificaría su aplicación a los supuestos de “*risk arbitrage*”¹²²⁵.

En este sentido, por ejemplo, la doctrina asimila el test aplicable al *vote buying* tradicional a un supuesto de préstamo de valores. En la primera parte del test, no estamos ante un supuesto de *vote buying* de manera estricta pero sí funcionalmente, en tanto que en una operación de cobertura se pretende la separación del interés económico para centrarse en el ejercicio del voto, mientras que en el *vote buying* se pretende separar la forma de control del accionista, el voto, a cambio de una contraprestación. En el segundo nivel, se ha de examinar si la operación pretende privar del ejercicio del voto a otros accionistas o si son operaciones fraudulentas. Pues bien, en los casos de préstamo de valores en los que el prestamista admite la privación del derecho de voto a cambio de una comisión obteniendo un margen privilegiado, es difícil afirmar que hay una privación del derecho de voto pues el socio admite dicha circunstancia¹²²⁶.

Al margen de la adaptación de los supuestos de *empty voting* a la compra de votos, cabe añadir las dificultades para probar la existencia de fraude o *disenfranchisement* a los accionistas debido a la falta de transparencia en estas operaciones¹²²⁷. Por este motivo, se ha propuesto un test más exigente que el “*intrinsic fairness test*”. Los jueces tendrán

to all shareholders.

¹²²³ LEE, M., “Empty Voting: Private Solutions to a Private Problem”, *Colum. Bus. L. Rev.*, N. 883, 2007, p. 888.

¹²²⁴ CUNNINGHAM, K.C., cit. : “It is apparent that the definition of vote buying offered in *Schreiber*, strictly construed, does not capture vote buying achieved through hedging transactions as there are no counterparties whereby a buyer pays a shareholder to vote a certain way, and there is no consideration personal to the shareholder” in the usual sense. Instead, traditionally owned shares are eviscerated through a hedging out of the economic risk associated with their ownership”.

¹²²⁵ Vid. MONGA, A. “Using derivatives to manipulate the market for corporate control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 2006.

¹²²⁶ KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy”, *Cardozo L. Rev.*, N° 28, pp. 1513-1514.

¹²²⁷ Respecto al fraude, desde *Schreiber*, la jurisprudencia no ha indicado cuándo se comete el fraude; no obstante, se alude a que el fraude en general aparece cuando el *vote buyer* cuenta con información privilegiada aunque dada la posición del inversor activista no suele contar con dicha información, *vid.* CUNNINGHAM, K.C., cit., p. 337. En concreto, sobre fraude y operaciones de préstamo y *short sale*-, destaca el *United States v. Naftalin*, in extenso, *vid.* KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot...”, op. op. cit., pp. 1514-1515. Aunque LEE, M., cit., p.897 alerta de las posibles lagunas en torno a la aplicación global de la doctrina al *decoupling* cuando, aun sin contar con información privilegiada, el voto del minoritario puede promover un acuerdo contrario al interés social que a su vez es secundado por la mayoría, ésta camuflaría la actuación del *empty voter* y no sería aplicable la doctrina del *vote buying*.

que examinar hasta qué punto la divergencia de intereses del *empty voter* es intrínsecamente justa “*intrinsically fair*” pues, de lo contrario, esa huida del interés general de manera poco transparente hacia un interés económico disminuido resultaría dañina para la sociedad y será precisamente en dichos casos, en los que los jueces establecerán que estas operaciones no son justas¹²²⁸.

Siguiendo con esta línea argumental y, como ejemplo de dicha adaptación, se puede citar de nuevo el caso *Kurz v Hoolbrok*, en el que aunque la operación de compra de acciones fuera considerada válida sí se aprecia que las situaciones de *empty voting* pueden someterse al escrutinio judicial¹²²⁹. En efecto, la *Chancery Court* afirmaba que el concepto de *vote buying* es suficientemente amplio para abarcar las prácticas de manipulación de votos, es decir, el *decoupling*. Cuando se pruebe que estas operaciones son perjudiciales para el ejercicio del voto, entonces la Corte proveerá un remedio judicial¹²³⁰. La Corte Suprema confirmó que no había un *vote buying* inapropiado porque el interés económico de las acciones y el derecho de voto no estaban desequilibrados. En *TR Investors, LLC v. Genger, C.A.*, la *Chancery Court* de Delaware subraya de nuevo la gravedad del *empty voting* ya que el voto de un accionista con un interés económico adverso a la sociedad puede utilizar dicho voto de una forma que fuerce la reducción del precio de las acciones¹²³¹.

¹²²⁸ CUNNINGHAM, K.C., *cit.*, p. 339.

¹²²⁹ SCHOUTEN, M. C., “The Mechanisms...”, *cit.* p. 49: “*It appears that a shareholder with superior information who engages in vote buying –this time, “new vote buying”. To ensure that the correct option is chosen might survive judicial scrutiny, but also faces a litigation risk*”.

¹²³⁰ En *Crown EMAK Partners, LLC v. Kurz, Consol. Nos. 64, 2010 and 85, 2010* (Del. Supr. April 21, 2010) ampliaba el concepto de *vote buying* a estas prácticas: *I regard the concept of vote buying as broad enough to encompass these practices. When they prove deleterious to stockholder voting, this Court can and should provide a remedy*, Esta decisión fue confirmada por la Corte Suprema de Delaware en *Kurz v. Holbrook.*, C.A. No. 5019-VCL, p. 64.: *We hold that the Court of Chancery correctly concluded that there was no improper vote buying, because the economic interests and the voting interests of the shares remained aligned since both sets of interests were transferred from Boutros to Kurz by the Purchase Agreement, p. 28. En un caso posterior, sobre un prox irrevocable que no lo era, se ha de examinar si la intención de separar los votos del interés económico: In light of those concerns, a proxy purporting to irrevocably decouple voting rights from economic interest should be strictly construed. Because there is no such clear intent manifested in the Proxy here, prudent public policy requires the conclusion that the Proxy does not survive the sale of the Sagi Shares to the Trump Group.*

¹²³¹ Sobre la definición de *empty voting*, en *TR Investors, LLC v. Genger, C.A. No. 3994-VCS* (July 23, 2010), pp. 43-44: *Recent market developments have only reinforced the utility of the presumption that irrevocable proxies should be narrowly construed. Separating voting control from stock ownership — which can result in “empty voting,” where an investor votes stock without having an accompanying economic interest — raises important public policy concerns. For example, the decoupling of shareholder voting rights and economic interest, which is increasingly common and only loosely regulated by the securities laws, is of concern because empty voting can theoretically allow investors with voting power but with an economic interest adverse to the firm to vote in ways that reduce the company’s share price. TR Investors, LLC v. Genger, C.A. No. 3994-VCS (July 23, 2010).*

En suma, los últimos pronunciamientos en Delaware favorecen que en un futuro, gracias a una interpretación funcional de la doctrina de la compra de votos, se declare nulo el derecho de voto del *empty voter* por su ejercicio contrario al interés común del resto de socios. Si bien será necesario que haya la debida transparencia de este tipo de estrategias, para que pueda desde el *common law* establecerse un criterio cuantitativo sobre el nivel de disociación de riesgo que arroje la injusticia del acuerdo

3. 2. El caso Telus o la capacidad del juez para el examen de un supuesto de *empty voting* en Canadá.

En consonancia con las sentencias anteriores, en Canadá se aprecia igualmente la capacidad de los jueces para discernir sobre la legalidad de los supuestos de *decoupling*. En el caso *Telus v. Manson* se examinaba la legitimación de un accionista (*empty voter*) para solicitar la convocatoria de la junta general. Se trataba de un supuesto de ejercicio de un derecho de minoría como es el de la solicitud de convocatoria de junta. En síntesis, la sociedad *Telus* se caracterizaba por tener dos clases de acciones con y sin voto, pero pretendía la conversión de las acciones sin voto en acciones con voto. El precio de canje era una acción sin voto por una acción con voto. *Manson*, un *hedge fund* accionista de la compañía, no estaba de acuerdo con dicho canje y pretendía convocar una junta para deliberar sobre dicho aspecto, con el fin de que los accionistas se negasen al mismo y se propusiera un canje en el que se refleje la prima que han pagado por las acciones con voto. La sociedad consideró inválida dicha solicitud pues *Manson* no estaba legitimado porque, a pesar de tener las acciones, no ostentaba el interés económico. En efecto, *Manson* simultáneamente había adquirido acciones –cubriendo el interés económico– y había vendido en corto acciones sin voto, cuyo fin era beneficiarse a expensas de los otros accionistas. La sociedad defiende que la solicitud de convocatoria no es válida pues se basa en votos vacíos ya que *Manson* no tiene interés en la maximización del interés social y solo busca el beneficio desplegando su estrategia de arbitraje. *Manson*, por su parte, considera en que el artículo relativo al derecho de convocatoria en la *Business Corporations Act* no se contempla el examen del interés económico del accionista ni que tampoco se valorasen cuáles son las intenciones del solicitante para dicha convocatoria.

La Corte Suprema¹²³² no entra a analizar la legitimidad de la convocatoria pues considera que la solicitud no cumple los requisitos formales ya que es formulada por el depositario de valores, en lugar de por el *beneficial owner*. Por el contrario, sí que subraya que los intereses de Manson no están alineados con el resto de accionistas pues no le afectaba el valor total de TELUS¹²³³ pero la doctrina muestra discrepancias sobre si estaríamos o no ante una situación de *empty voting*¹²³⁴. En cualquier caso, si la solicitud hubiera cumplido los requisitos, también confirmaría entonces que el juez puede examinar la motivación existente detrás de dicha solicitud. Del caso *Telus* se desprende que los jueces en Canadá podrán analizar la motivación que subyace a la solicitud de la junta, lo que permitirá valorar los intereses del solicitante, motivo por el cual las situaciones de *empty voting* se tendrán en cuenta en dicho examen¹²³⁵.

II. LA PREVENCIÓN Y SANCIÓN DE LOS SUPUESTOS DE *DECOUPLING* EN NUESTRO ORDENAMIENTO

1. Una aproximación al deber de fidelidad del socio como *ratio iuris* de las medidas aplicables a los supuestos de *empty voting*.

Ante la ausencia de una solución legal específica al *decoupling*, debe evaluarse si nuestro ordenamiento societario cuenta con mecanismos generales para afrontar los efectos adversos del ejercicio del voto en esos supuestos. En particular, nos referimos a la regulación del conflicto de interés del socio y al régimen de impugnación de acuerdos

¹²³² *TELUS Corporation v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, 2012 BCSC 1350

¹²³³ *Ibid.* [111] (...) *Only Mason stands to profit if the price differential between Common Shares and Voting Shares increases. And only Mason is indifferent to the overall value of TELUS itself.* [111] *The fact that Mason shares some interest with other Common Shareholders does not mean that its interests align with those Shareholders in a broader sense.*

¹²³⁴ Mientras que BLACK, B. S., “Equity Decoupling and Empty Voting: The Telus Zero-Premium Share Swap”, *M&A Lawyer*, Octubre, 2012, defiende que no es un caso de *empty voting*, considera que el hecho de cubrir las acciones no determina que sea un *empty voting* sino que en función del tipo de acuerdo (“*Whether a shareholder is an empty voter can depend on the issue being voted on. For an issue involving the value of voting rights, Mason has a significant economic interest; many other holders of TELUS voting have near-zero or even negative economic interest in the value of voting rights. For an issue on which the interests of voting and nonvoting shareholders are the same, these shareholders would have a significant economic interest, while Mason would not*”) Por contra, HU, H. T. C., “Financial Innovation and Governance Mechanisms: The Evolution of Decoupling and Transparency”, *Business Lawyer*, Vol. 70, No. 2, 2015, p. 377, sí que defiende que Manson era un *empty voter*, en concreto sería un negative voter, simplemente si se calcula la *net economic ownership* de Manson (interés económico en las acciones y *coupled assets*) tenía una posición larga de 32.756.829 de acciones con voto y 32.694.929 acciones con voto y sin voto, si restamos la posición corta a dicha posición larga el resultado nos indica que la *net economic ownership* de Manson se reduciría a 61.900 acciones que representan solo el 0.021 de las acciones de Telus.

¹²³⁵ Con carácter general, por tanto, tal como destaca la doctrina, la capacidad de los jueces para analizar un supuesto de *empty voting* vendrá determinada si la ley le otorga dicha capacidad de revisión, a este respecto, *vid.* RINGE, W-G., “Empty Voting Revisited: The Telus Saga”, *Journal of International Banking and Financial Law*, 2013.

como concreciones al deber de fidelidad del socio. Por este motivo, antes de examinar su idoneidad, se exponen unas notas preliminares relativas a la existencia en nuestro o no ese deber y su incidencia en el ejercicio del voto del socio y si, por tanto, los supuestos de *empty voting* o sus variantes son casos de incumplimiento de dicho deber¹²³⁶.

1. 1. El deber de fidelidad en la posición jurídica del socio.

La posición jurídica del socio en la sociedad, que ha adquirido en virtud de su adhesión al contrato de sociedad, se configura como una relación jurídica cuyo contenido se traduce en un haz de derechos y obligaciones¹²³⁷. En nuestro ordenamiento, los derechos del socio se encuentran recogidos de forma conjunta en el Título IV, capítulo II de la LSC. El legislador no ha optado por la misma técnica al referirse a las obligaciones¹²³⁸, como es el deber de aportación, pues estos deberes se encuentran tratadas de manera dispersa a lo largo de los preceptos y, en el caso que nos atañe, el deber de fidelidad, tan sólo se entiende exigido implícitamente a través del deber de abstención del derecho de voto o la impugnación de acuerdo pues no se ha concretado un deber específico de lealtad del socio¹²³⁹.

En la jurisprudencia sólo se encuentran pronunciamientos aislados como por ejemplo la STS 1883/1992 en la que el Tribunal, en relación a los socios de una sociedad civil¹²⁴⁰, determina la prevalencia del interés social sobre el extrasocial de los socios: “*No debe olvidarse que, mediante la sociedad, varias personas aúnan sus esfuerzos para la*

¹²³⁶ Para los casos de *hidden ownership*, tal como se ha analizado en el capítulo tercero, las medidas de transparencia son suficientes.

¹²³⁷ GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, p. 285.

¹²³⁸ Vid. la crítica MIQUEL RODRIGUEZ, J., “Reflexiones sobre los deberes de fidelidad de socios y accionistas”, SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., OLEO BANET, F., MARTÍNEZ FLÓREZ, A., (Coords.), *Estudios de derecho mercantil. En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, Cizur Menor (Pamplona), Civitas-Thomson Reuters, 2010, pp. 455 y ss.

¹²³⁹ Contrasta con las cooperativas en cuya regulación se ha establecido expresamente, por ejemplo, en la Ley Foral 14/2006, de 11 de diciembre, de cooperativas de Navarra (LFCN), el art. 27. C establece el deber de fidelidad o lealtad del socio como cláusula general: c) Guardar lealtad a la cooperativa, respeto a sus órganos de gobierno, secreto profesional de las actividades, proyectos y planes en relación a terceros, así como evitar todo tipo de competencia o cualquier posibilidad de prevalerse de la condición de socio para desarrollar actividades especulativas, fraudulentas o contrarias a las leyes. Al respecto del incumplimiento del deber de lealtad, las sanciones tal como señala el art. 28 se establecerán estatutariamente. In *extenso*, VILLAFEZ PEREZ, I., “El deber de lealtad y sus concreciones en la legislación cooperativa”, *REVECO*, nº 120, 2016.

¹²⁴⁰ También el F. Jº 5º de la STS 3228/1990, RJ 1993\4059 en relación a una sociedad civil alude a la exigible “lealtad” en toda relación societaria, en particular en este caso se traduce en el deber de comunicación de circunstancias importantes relativas a un contrato de arrendamiento”.

consecución de un fin común, normalmente a través de la cooperación duradera, y en los casos de conflicto entre el interés individual extrasocial del socio y el interés social común a todos, aquel interés particular ha de respetar el interés social, libremente asumido por el socio, y ha de estar limitado por la subordinación del interés personal del socio al interés social, que debe ser preferido”.

Por su parte, la DGRN tampoco se ha ocupado ampliamente de esta cuestión; no obstante, resulta relevante que en la resolución de 30 de marzo de 1999 reconozca el deber de fidelidad del socio que ha de ser valorado por los Tribunales y rechaza una cláusula general sobre la responsabilidad de los socios y la exigencia de un deber de fidelidad que recogía un régimen sancionador de aplicación por la junta general¹²⁴¹.

Ante el manifiesto carácter abstracto del deber de fidelidad del socio en nuestro ordenamiento, la doctrina justifica su exigibilidad fundamentalmente a través de dos argumentos. De un lado, se plantea la aplicación analógica del deber de lealtad del gestor de negocios ajenos¹²⁴². Su exigibilidad se circunscribiría sólo a aquellos socios mayoritarios cuya posición de control les brinda la posibilidad de ejercer una influencia decisiva en el interés social, hasta el punto de obtener beneficios privados con su posición¹²⁴³. Con esta extensión se lograría preservar el interés social sobre el interés particular del socio. En esta línea, el Informe Aldama hacía extensible el deber de

¹²⁴¹ En la DGRN 30-3-1999 se rechaza una cláusula estatutaria de una sociedad de responsabilidad limitada relativa al deber de fidelidad del socio y a la imposición de sanciones económicas al socio: “Se rechaza asimismo la inscripción de cláusulas que regulan la denominada por los Estatutos responsabilidad general de los socios y deber general de lealtad y fidelidad de los socios. En ellas se establece un régimen sancionador respecto de determinadas conductas desleales que será adoptado por la Junta General, a la que correspondería apreciar la culpabilidad del infractor (...). Siendo el deber de fidelidad social materia cuya valoración corresponde a los Tribunales de justicia, quienes tienen encomendada la función de juzgar no siendo posible su solapamiento por la junta general, solución, por lo demás, coherente con lo establecido en el art. 98 de la Ley en cuanto a las causas de exclusión de los socios. Con independencia de la capacidad de auto organización de las asociaciones en virtud del art. 22 CE, las facultades de auto organización social no pueden suplantarse el derecho a la tutela judicial efectiva ni obstaculizarlo con mecanismos complicados.”

¹²⁴² A este respecto, vid. RIBAS FERRER, V., *Aproximación al estudio del deber de lealtad del administrador de sociedades*, Universidad Autónoma de Barcelona, edición digital (2004). Edición electrónica de la tesis doctoral: disponible en: <http://www.tesisenxarxa.net/TDX-1026105-113344>, pp. 347-348; un análisis de la evolución de la doctrina alemana a este respecto, vid. ALFARO AGUILA-REAL, A. *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Civitas, 1995, p. 35, últimamente, sobre la clasificación del deber de fidelidad del socio, IRACULIS ARREGUI, N. *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, 2013, p. 41.

¹²⁴³ ALFARO AGUILA-REAL, A. *Interés social...op.cit.*, Civitas, 1995, p. 34; PAZ-ARES, C., “la responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *Indret*, 2003, pp. 18-19.

lealtad a aquellos accionistas que pueden desempeñar en la sociedad cotizada un papel similar al de los administradores, tales como los accionistas de control, cuya actuación puede realizarse en la sombra o detrás de los órganos de decisión¹²⁴⁴; también el Proyecto de Código Mercantil retomaba dicha extensión en el art. 255-8. 2: “Los deberes de lealtad previstos en este Código para los administradores de derecho son también exigibles a los socios de control, así como a los administradores de hecho”¹²⁴⁵.

De otro lado, estarían aquellos que consideran la posibilidad existencia de un genuino deber de fidelidad¹²⁴⁶. Se concibe dicho deber como una cláusula general¹²⁴⁷ integradora de las lagunas en la posición del socio¹²⁴⁸. Este deber modularía su comportamiento¹²⁴⁹ en la formación de la voluntad social así como también en las relaciones de los socios con la sociedad¹²⁵⁰ y hasta de los socios entre sí¹²⁵¹. Respecto a su contenido¹²⁵², se

¹²⁴⁴ CNMV., Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, 2003, p. 25.

¹²⁴⁵ V, *infra.*, el régimen del administrador de hecho.

¹²⁴⁶ En los últimos tiempos el legislador parece de nuevo dar muestras de que es proclive a su existencia en sociedades cotizadas, implícitamente, en el sentido de “una nueva configuración de la relación sociedad-socio” en relación a los arts. 497 y 524 LSC, *vid.* MATEU DE ROS CEREZO, R., *Práctica de gobierno corporativo...*, p. 19.

¹²⁴⁷ GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, pp. 198-199. En relación con la cláusula general de interés social, ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades anónimas*, McGraw-Hill Interamericana de España, 1995, pp. 32-33, diferencia las cláusulas de carácter global que entonces limitan todos los actos relativos a la sociedad, mientras que en aquellas cuyo ámbito está referido a un supuesto concreto ya no actúa como “un parámetro genérico de control” por el contrario, su sentido es restringido y de carácter positivo pues supedita la validez del acuerdo. En este último caso, la cláusula de interés social actúa como “presupuesto de hecho habilitante para la limitación de un derecho” por lo que tiene un carácter excepcional y ha de interpretarse de manera restrictiva.

¹²⁴⁸ Sobre el contrato incompleto de sociedad o la sociedad como “*nexus of contracts*” en Derecho comparado, *vid.* JENSEN, M.C., MECKLING, W.H., “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 8, EASTERBROOK, F.H./FISCHEL, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, p. 12. Entre nostros, *vid.* ALFARO AGUILA-REAL, A. *Interés social ...*; SÁEZ LACAVE, M. I., “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, Nº. 1, 2016, pp. 19-20 que destaca el deber de fidelidad como técnica integradora de los contratos pero diferenciando que el estándar difiere en razón del sujeto a quien se le aplica, así a los administradores es un estándar amplísimo y generalista” mientras que a los socios el deber es más flexible, modulado caso por caso.

¹²⁴⁹ Entre otros, *vid.* MIQUEL RODRIGUEZ, J., *La sociedad conjunta ...*, *op. cit.*, p. 213; en relación al deber de fidelidad como técnica de protección a la minoría, *vid.* ALONSO ESPINOSA, F. J., “La posición jurídica del socio en la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de sociedades de responsabilidad limitada” en IGLESIAS PRADA, J. L. *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Vol. 2, 1996, p.1451; para COUTNIHO ABREU, J. M., “Interés social y deber de lealtad de los socios”, *RdS*, nº 19, 2002, p. 50, el deber de fidelidad del socio tiene un componente negativo u omisivo en el sentido de que los socios no tienen por qué promover el interés social dado que los derechos que se le confieren son de tipo subjetivo, salvo en los supuestos de abuso de minoría en el que el deber de fidelidad ha de ser una obligación de hacer.

¹²⁵⁰ GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, p. 189, MIQUEL RODRIGUEZ, J., *La sociedad conjunta ...*, *op. cit.*, p. 206.

asimila a una suerte de traslación del principio general de la buena fe en el cumplimiento de las obligaciones contractuales al funcionamiento de la organización societaria¹²⁵³. Aunque hay quienes defienden también un sentido amplio del deber de fidelidad que va más allá de la buena fe¹²⁵⁴ y que obligaría a los socios a preservar el fin común contractual (que el legislador presume su carácter lucrativo¹²⁵⁵); siendo por tanto el interés social, el interés común a todos los socios, el límite intrínseco en el comportamiento de los socios¹²⁵⁶. Todos los socios están obligados a su

¹²⁵¹ Entre otros, en defensa del deber de fidelidad del socio en todos los tipos societarios, v. ALFARO AGUILA-REAL, A. *Interés social* ..., p. 34; COUTNIHO ABREU, J. M., “Interés social...”, p. 51.

¹²⁵² PAZ-ARES RODRIGUEZ. C., *Comentario del código civil*, Thomson-Aranzadi: Ministerio de Justicia, 2015 “Entre los parámetros para su regulación se ha de tener en cuenta: 1. La intensidad de la relación comunitaria y personal 2. La dependencia personal de la realización del fin común, 3 y la correlación entre poder y responsabilidad” MATEU DE ROS CEREZO, R., *Práctica de gobierno corporativo*..., p. 19, así entre las obligaciones de los socios se encontraría la “obligación de no perjudicar el crédito y reputación de la sociedad”. GIRON TENA, J, *op. cit.* p. 296, desmiembra el deber de fidelidad en dos obligaciones concretas, de un lado, la obligación del socio de perseguir la maximización de la ganancia común y, de otro, el cumplimiento de la prohibición de expropiar; en el mismo sentido, *vid.* SÁEZ LACAVE, M. I., “Reconsiderando los deberes de lealtad...”, *op. cit.*, p. 22.

¹²⁵³ Así, GIRON TENA, J., *op. cit.*, p. 289: “El principio general que integra la posición jurídica del socio frente a la sociedad debe ser el de buena fe o deber de fidelidad o lealtad en la terminología específica del derecho de sociedades”. La base legal del deber de fidelidad como traslación del principio de buena fe, se encontraría en los arts.7.1 y 1258 CC así como en el art.57 C. Com puesto que la buena fe ha de “presidir la contratación mercantil” PAZ-ARES RODRIGUEZ. C., *Comentario del código civil*, Thomson-Aranzadi: Ministerio de Justicia, 2015; ALCALÁ DÍAZ, M. A., El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital, *RdS*, Nº 9, 1997, p. 91.

¹²⁵⁴ En este sentido, GIRON TENA, J. “Las reformas varias, pendientes y andantes, de la Sociedad Anónima en España”, *La Ley*, Nº 1, 1989 establece que “la buena fe ha de entenderse muy amplia y profundamente, ya que se opera y se trata no de res mea o res tua, sino de res nostra agitur”. También advierte, *vid.* MIQUEL RODRIGUEZ, J., *La sociedad conjunta*..., *op. cit.*, p., 212 que se puede infringir el deber de fidelidad actuando de buena fe,

¹²⁵⁵ Tanto en el Código de Comercio en el art. 116 se alude a dicho fin común lucro con la expresión “obtención de lucro”, como en el art. 1665 C. C que se refiere al “ánimo de partir entre sí las ganancias”. En este sentido, la jurisprudencia vincula el fin común al reparto de ganancias, *vid.* entre otras, la STS 18 noviembre 1986. RJ 1986\6442. No obstante, hay quienes matizan la consideración del ánimo de lucro como fin común esencial sino más bien el que se establece de manera usual, *vid.* MENDEZ MENEDEZ, A., “Sociedad anónima y fin lucrativo”, *Anales*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, nº24m 1994, pp. 163-179; en este sentido PAZ-ARES, C., “La sociedad en general: Caracterización del contrato se sociedad” en AA.VV., *Lecciones de Derecho mercantil*, p. 472.

¹²⁵⁶ GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, p.199 entiende que el deber de fidelidad está “basado en el interés social, entendido como interés común”, es el mismo límite que se aplicaría al ejercicio del voto del socio. En este mismo sentido, URÍA, “El derecho de voto del accionista”, *RCDI*, 1943, p. 166, “el interés social que juega a la manera de límite natural de la libertad en la emisión del voto”, SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses*..., *op. cit.*, p. 46. ALCALA DIAZ, M. A., “El conflicto de interés socio-sociedad...”, *op. cit.*, p. 91. En contra, de la exigibilidad de un deber de fidelidad al socio en nuestro ordenamiento al no contar como en Alemania con un precepto expreso relativo al deber legal de promoción del fin común (705 BGB) que justifica que haya un deber de fidelidad de los socios, *vid.* CARRASCO PERERA, *Tratado del abuso de derecho y del fraude de ley*, Civitas, 2016, pp. 661-662. Mientras que PEDROL RIUS, A., “El derecho de voto y el interés en la sociedad anónima”, *RDP*, 1964, p. 506 entiende que no sería exigible pues para ello sería necesario que el interés social distinto y superior a los socios. Por su parte, MAMBRILLA, V., “Aproximación al estudio de la naturaleza jurídica del voto del accionista”, p. 192., apunta a que sería necesario haber previsto legalmente las consecuencias de su incumplimiento para que pudiéramos afirmar que existe un deber de fidelidad del socio al interés social.

cumplimiento¹²⁵⁷ en virtud de su adhesión al contrato de sociedad, pues el respeto al fin común ha de cumplirse por todos ellos¹²⁵⁸ sea cual sea el tipo social¹²⁵⁹, dependiendo su intensidad de “la estructura real de la sociedad¹²⁶⁰”. La amplitud de su exigibilidad a todos los socios sería más apropiada para su aplicación a los supuestos de *empty voting* pues pueden manifestarse en cualquier tipo de sociedad y ser utilizado por cualquier tipo de socio¹²⁶¹.

1.2. Unas notas sobre la relevancia de la concepción ampliada del interés social en sociedades cotizadas.

El cumplimiento del deber de fidelidad al fin común implica que el socio ha de preservar el interés social en situaciones en que su interés privado se encuentre en colisión. Resulta necesario, por lo tanto, antes de proceder a examinar la incidencia del deber de fidelidad en el ejercicio del derecho de voto (en el sentido de si debe prevalecer el interés social respecto al interés privado del socio)¹²⁶², es necesario realizar unas líneas introductorias sobre el interés social en sociedades cotizadas.

Con esta aproximación, no se pretende retomar el debate sobre la concreción del interés social pues nuestro objetivo es evaluar simplemente si las salvaguardas que el Derecho societario ha establecido para preservar el deber de fidelidad del socio solucionan el problema de la disociación del riesgo y el voto. Con independencia de la concepción

¹²⁵⁷ Habrá de estarse a su eventual influencia, *vid.* PAZ-ARES RODRIGUEZ. C., *Comentario del código civil*, Thomson-Aranzadi: Ministerio de Justicia, 2015.

¹²⁵⁸ Aunque si bien es cierto que se ha apuntado a que el deber sería mayor en función de la posición mayoritaria o de que directa o indirectamente pueda ejercer una influencia decisiva en la toma de decisiones, en particular, en sociedades cotizadas, accionistas de carácter significativo por lo que se ha cuestionado su exigibilidad al pequeño inversor, *vid.* PAZ-ARES RODRIGUEZ. C., *Comentario del código civil*, Thomson-Aranzadi: Ministerio de Justicia, 2015, RECALDE CASTELLS, A., «Deberes de fidelidad y exclusión del socio incumplidor en la sociedad civil», *La Ley*, 1993, pp. 304-316, MIQUEL RODRIGUEZ, J., *La sociedad conjunta: (joint venture corporation)*, Civitas, 1998, p. 203-204, ALONSO ESPINOSA, F. J., “La posición jurídica del socio...” *op. cit.*, p. 1450-1451., SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses entre socios en sociedades de capital*, RDS Monografía, Aranzadi, p. 158; por todos, entre la doctrina alemana, LUTTER, M.: “Die Treupflicht des aktionärs”, *ZHR*, nº 153, 1989, pp. 446-471.

¹²⁵⁹ Tradicionalmente se sostenía que, en función del tipo societario, el deber de fidelidad tenía un contenido o intensidad diferente, puesto que, en particular, en la sociedad anónima se ha patrimonializado la condición de socio y se ha despersonalizado, de ahí que sólo tenga el accionista la obligación de aportar, GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, *Ibid.*, p. 198.

¹²⁶⁰ PAZ-ARES RODRIGUEZ. C., *Comentario del código civil*, Thomson-Aranzadi: Ministerio de Justicia, 2015: “de la estructura real de la sociedad y de las consiguientes mayores o menores posibilidades de afectar a esferas jurídicas ajenas.”

¹²⁶¹ *Vid. infra.*, en particular, sobre el *empty voting* como ejemplo de infracción del deber de fidelidad siempre que su voto sea determinante, *vid.* FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”

¹²⁶² GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, p. 198-199.

del interés social que se mantenga, entendemos que éste siempre será el límite intrínseco que modula la posición jurídica del socio. Únicamente queremos dejar patente, por lo menos con respecto a las sociedades cotizadas, la existencia de una concepción amplia de interés social que podría dar lugar a una reconsideración de la naturaleza del derecho del voto y sustentar la propuesta que realizaremos posteriormente sobre un deber de fidelidad del socio ampliado, razón por la cual señalamos dicha evolución.

La concepción del interés social ha oscilado entre dos teorías contrapuestas, contractualismo e institucionalismo. Mientras que la teoría contractual considera que el interés de la sociedad es el interés de los socios, los partidarios del institucionalismo amplían el ámbito del interés social a otros intereses. No se ha concretado por el legislador cuál es su contenido¹²⁶³, limitándose a referirse en varios preceptos al interés social, como interés de la sociedad o interés común¹²⁶⁴ como pauta de conducta de los órganos sociales¹²⁶⁵. Ello ha contribuido a un intenso debate interpretativo cuyas conclusiones se traducen en favor de la tesis contractual como también ha quedado patente en los pronunciamientos jurisprudenciales al sentar la equiparación del interés social al interés común de los socios por el Tribunal Supremo¹²⁶⁶, si bien el ámbito de las sentencias se circunscribe a la impugnación de acuerdos.

¹²⁶³ “La falta de definición puede ser contemplada como una medida prudente renuncia a establecer de manera general e imperativa, una guía aplicable a todo tipo de sociedades. Pero también ese vacío legal puede abonar la inseguridad sobre un concepto decisivo”, SANCHEZ CALERO, F., *La junta general*, Thomson Civitas, p. 712.

¹²⁶⁴ Los preceptos que hacen referencia al interés social son: el art. 190. 3 LSC en relación con el conflicto de interés del socio, al respecto a la limitación derecho de información del socio se refiere el art. 196. 2 LSC. En referencia a la impugnación de acuerdos se recoge el interés social en el art. 204. 1 LSC. En torno al deber de lealtad del administrador, en particular, el conflicto de intereses se señala en el art. 228. E LSC. La legitimación de la minoría para interponer la acción social (239. 1 LSC). Respecto a la liquidación de las sociedad en relación a la intervención del gobierno en sociedades anónimas (373. 1 LSC) o la comparecencia del liquidador en juicio (379.3 LSC), finalmente, el art. 492. 3 LSC, respecto a la sociedad anónima europea, la convocatoria de la junta general por el consejo de control. El legislador se refiere al interés de la sociedad al referirse al deber de lealtad en el art. 227 LSC, a la exclusión del derecho de preferente en la emisión de acciones (308 y 506 LSC) y en la emisión de obligaciones (417 LSC).

¹²⁶⁵ Respecto a la junta general, la determinación del interés social se concreta caso por caso por la mayoría, *vid.* ALFARO, p. 34. El juez tendrá un rol de árbitro, su competencia correctora se limitará a los acuerdos que hayan sido contrarios al interés social, *vid.* PAZ ARES, C., “La anomalía de la retribución externa de los administradores. Hechos nuevos y reglas viejas”, *Indret*, 1, 2014, pp. 25-28. En contra, ARROYO MARTINEZ, I., “Reflexiones en torno al interés social”, RDM, BIB 2001/2603. como interés como concepto autónomo, es competencia del juez su determinación caso por caso, en contra de un interés legal o mayoritario.

¹²⁶⁶ En particular, respecto a la impugnación de acuerdos sociales *vid.* entre otras, STS 19 febrero de 1991 o la STS 273/2011 de esta última dicha visión contractualista mayoritaria, aunque también una visión institucionalista se distingue en la STS 172/2003.

Ahora bien, la particular naturaleza de las sociedades cotizadas ha provocado que el antagonismo entre las teorías contractualista e institucionalista se haya desdibujado. En este tipo de sociedades, con independencia de la prevalencia del interés común de los socios, entran en consideración otros intereses. El componente publicista ha influido dicha matización al incorporarse rasgos institucionalistas que admiten una “noción contractualista abierta”¹²⁶⁷.

Esta noción también ha quedado patente en los Códigos de *soft law* en los que se distingue la evolución hacia un contractualismo sostenible y tolerante con otros intereses si bien de manera limitada. En efecto, se concreta la primacía del interés común de los accionistas como criterio de actuación específico del Consejo de Administración¹²⁶⁸; sin embargo, no se hace referencia a su aplicación a la junta general ni, en particular, al ejercicio de los derechos del socio. Por este motivo añadido, queremos dejar patente la evolución del concepto de interés social y su posible futura extensión al funcionamiento de la junta general. Así, el Informe Olivencia establecía como objetivo último de las sociedades cotizadas la maximización del valor de la empresa o la creación de valor para el accionista¹²⁶⁹; no obstante, esta definición del interés social que servía de guía de actuación del consejo requería el respeto de las normas, el cumplimiento de buena fe de las obligaciones contractuales con otros *stakeholders* (trabajadores, proveedores, acreedores, clientes) y la observancia de los deberes éticos “que razonablemente sean apropiados para la responsable conducción de los negocios”¹²⁷⁰. Posteriormente, el Informe Aldama delimitó los contornos de la

¹²⁶⁷ ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión ...*, pp. 22 y 30.

¹²⁶⁸ En este sentido, se concibe el interés social en este ámbito como “una cláusula específica de actuación de los administradores y del control de lo actuado por estos” con independencia de que en otros ámbitos surja el interés social, *vid.* ESTEBAN VELASCO, G., “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria), AA.VV. *Responsabilidad social corporativa. Aspectos jurídico-económicos*, 2005, p. 17-18

¹²⁶⁹ Algunos autores consideran que hay que exigir a los administradores la creación de valor supone “reclamar de los administradores la creación de valor implica exigirles que el valor de la acción expresado a través del mercado bursátil reproduzca fielmente el valor máximo que cabe atribuir al patrimonio de la sociedad”, *vid.* SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa” en AA.VV. *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Cizur Menor 2006 T. II, pp. 851-913, disponible en e-prints: http://eprints.ucm.es/5600/1/Creaci%C3%B3n_de_valor.pdf, p. 57. En este sentido, los estudios llevados a cabo por FERNANDEZ, P., ORTIZ PIZARRON, A. “Ibex 35 1991-2014. Rentabilidad y Creación de Valor”, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2569112>.

¹²⁷⁰ No se considera una innovación en la concepción del interés social sino en el método a seguir: la maximización del valor de la empresa, *vid.* ESTEBAN VELASCO, G., “Interés social...”, *op. cit.* p. 37. En relación a la interpretación de su contenido, los intereses de *stakeholders* son fijos por lo que se logra

creación de valor para el accionista en sentido negativo: “no entendido ni única ni principalmente como valor de cotización bursátil en un determinado momento”¹²⁷¹. El Código Unificado de Buen Gobierno añadió el elemento de la sostenibilidad en la creación de valor al definir el interés social como “hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa”. A su vez reformulaba las exigencias al consejo sobre cómo ha de alcanzar el valor económico de la empresa pues expresamente se aludía a la responsabilidad social¹²⁷², en tanto en cuanto, el consejo de administración ha de velar “para que en sus relaciones con los grupos de interés (*stakeholders*), la empresa respete las leyes y reglamentos; los usos y buenas prácticas de los sectores y territorios donde ejerza su actividad; y observe aquellos principios adicionales de responsabilidad social que hubiera aceptado libremente”. Finalmente, el actual Código de Buen Gobierno introduce nuevos elementos para la concreción del interés social como son la rentabilidad, la sostenibilidad a largo plazo –en contraposición con la mera creación de valor– así como la conciliación del interés social con otros intereses:

“(…) Interés social, entendido como la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa. Y que en la búsqueda del interés social, además del respeto de las leyes y reglamentos y de un comportamiento basado en la buena fe, la ética y el respeto a los usos y a las buenas prácticas comúnmente aceptadas, procure conciliar el propio interés social con, según corresponda,

su satisfacción mediante el cumplimiento de las obligaciones que se establezcan. Por el contrario, los intereses de los accionistas debido el carácter residual de su interés el criterio su satisfacción se deriva de la aplicación de un criterio de maximización, *vid.*, PAZ-ARES, C., *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Colegio de Registradores de la Propiedad, Mercantiles y de Bienes Muebles de España, Madrid, p. 125, 2007. En este sentido, señala MONTALENTI, “Sociedades cotizadas, mercados financieros y relaciones con los inversores”, *RdS*, nº44, 2015, BIB 2015\1599 como las políticas de RSC se encuentran limitadas por una visión “*profit oriented*” del interés social, es decir éstas no pueden afectar al carácter lucrativo del fin común. Al respecto, particularmente de la postergación de la RSC por la pérdida de rentabilidad, SANCHEZ-GUILARTE, J, FUENTES NAHARRO, M., y FERNANDEZ TORRES, I., “La primacía de los accionistas y la RSC: ¿una compatibilidad posible?”, pp.17-18., disponible en: <http://eprints.ucm.es/11962/>.

¹²⁷¹ Se observa la evolución hace la teoría del *enlightened shareholders value* que admite la consideración de otros intereses pero no se establece qué sucede cuando la toma en consideración de otros grupos repercute económicamente de manera adversa en los accionistas. Si bien supone una apertura a la consideración de otros intereses que, a su vez, en esa línea se parecía entrever en el art. 127 bis al hacer referencia al interés de la sociedad en vez del interés común de los accionistas, entendiendo el autor la legitimación de los administradores para “integrar y componer de forma adecuada los intereses de esos grupos de intereses implicados”, admitiendo la reducción de la rentabilidad a corto plazo en pro de la adopción de medidas a este respecto *vid.* ESTEBAN VELASCO, G., “Interés social...”, *op. cit.* pp. 40-52.

¹²⁷² No obstante apunta la doctrina, los otros intereses no entran en el núcleo de la cláusula de interés social sino que vinculan a los administradores que en su gestión han de tenerlos presentes, *vid.* CORTES DOMINGUEZ, L. F., “El interés social y el sistema de gobierno corporativo” en AA. VV., *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*, p. 171.

los legítimos intereses de sus empleados, sus proveedores, sus clientes y los de los restantes grupos de interés que puedan verse afectados, así como el impacto de las actividades de la compañía en la comunidad en su conjunto y en el medio ambiente.”

Como se distingue, en la nueva concepción del interés social en sociedades cotizadas, la creación de valor ya no es suficiente sino que ha de mantenerse a largo plazo bajo criterios de rentabilidad y sostenibilidad procurando la conciliación con otros intereses, como las de los *stakeholders* o con políticas de RSC¹²⁷³. En esta misma línea, la reformulación de los principios de gobierno corporativo de la OCDE apuntan a la toma en consideración de otros intereses: “ *El Consejo no sólo deberá rendir cuentas a la empresa y a sus accionistas, sino que también está obligado a actuar en interés de los mismos. Además, se espera que tenga debidamente en cuenta y aborde con imparcialidad los intereses de otros actores, incluidos trabajadores, acreedores, clientes, proveedores y comunidades locales. Reviste especial importancia cumplir las normativas medioambiental y social.*”

En particular, con el recurso al *decoupling* y a estrategias activistas, en general, se incrementa la heterogeneidad de los accionistas y, por consiguiente, los contornos del interés común de los accionistas se difuminan. Esto nos lleva a replantearnos más si cabe el abandono de un modelo en el que el accionista es el centro para adoptar otra perspectiva distinta que haga prevalecer otros intereses en la composición del interés de la compañía. En este sentido, en ordenamientos caracterizados por el “*shareholder-centric model*” también se ha destacado cómo la cobertura del riesgo de la posición del accionista y el diferente horizonte temporal de inversión del accionariado pone en tela de juicio al accionista como centro. Así, en Estados Unidos, que bajo las posturas neoclásicas no se cuestionaban la diversidad del accionariado, se evidencia que el

¹²⁷³ Distinguiendo MATEU DE ROS CEREZO, R., *Práctica de gobierno corporativo...*, p. 24, las diferencias con la creación de valor o creación de valor sostenido o a medio o largo plazo para los accionistas; se reitera que la creación de valor no está reñida con la satisfacción de otros grupos de interés; no obstante, si los intereses de los “*stakeholders* externos y los socios a largo plazo” se encuentran en conflicto prevalecen los intereses de los accionistas, *vid.* entre las últimas aportaciones, ESTEBAN VELASCO, G., “Responsabilidad social corporativa: delimitación, relevancia jurídica e incidencia en el derecho de sociedades y en el gobierno corporativo” en AA. VV., *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*, p. 303; Se ha considerado que la recomendación en cuestión es un ejemplo de como “*la insuficiencia del Derecho firme bien puede ser suplida y completada por el derecho blando, con clara proyección más allá, incluso del gobierno corporativo*”, *vid.* EMBID IRUJO, J.M., “La codificación del gobierno corporativo”, RDBB, nº140, 2015, BIB 2015\17161, p. 25.

activismo potencia diferentes horizontes temporales lo que hace más difícil que los accionistas sean los *residual claimants* que vayan a maximizar el interés social debido a su heterogenidad. A mayor activismo, mayor tendencia a la preponderancia de los intereses privados sobre un hipotético interés común que hace cuestionarse la perspectiva de la primacía accionarial¹²⁷⁴ hacia un cambio al “*enduring value*”¹²⁷⁵ para introducir otros intereses a tener en cuenta. En Reino Unido también se aprecia dicho replanteamiento, se alerta que la posible diversificación del riesgo del accionista a diferencia de otros *stakeholders* que no tienen dicha posibilidad hace cuestionarse el desequilibrio entre el riesgo asumido y la toma de decisiones la sociedad¹²⁷⁶. En efecto, como quiera que las decisiones son tomadas por accionistas que el riesgo anudado a su inversión ha sido cubierto o cuyo horizonte temporal de inversión es corto placista, pueden promover la toma de decisiones arriesgadas para la sociedad, lo que hace plantearse si los administradores tienen que considerar otros intereses como los de trabajadores o los consumidores¹²⁷⁷. En esta línea el ordenamiento portugués distingue el interés a largo plazo de los socios –prescindiendo así del cortoplacismo que se suele anudar a estrategias activistas– en la configuración del deber de lealtad de los administradores en el art. 64. 1. B)¹²⁷⁸.

A la vista de las consideraciones anteriormente descritas, desde nuestros Códigos de buen gobierno se adopta un posicionamiento contractualista atemperado.

¹²⁷⁴ En la doctrina norteamericana, desechando las posturas neoclásicas, de la concepción homogénea del accionariado BAINBRIDGE, S., *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford, pp. 238 y 251 apunta a que la heterogeneidad del accionariado y el tiempo de inversión como factores que justifican desechar la primacía accionarial para maximizar el interés social pues a mayor activismo, mayor proliferación de los beneficios privados.

¹²⁷⁵ Se defiende la persecución del *enduring value* por STOUT, L., *The shareholder value myth*, Berrett-Koehler Publishers Inc., San Francisco, 2012, p. 110.

¹²⁷⁶ El riesgo-beneficio-poder no está alineado en los accionistas, pues los accionistas pueden cubrir el riesgo de su posición. Por el contrario los trabajadores están sobreexpuestos al riesgo ya que no pueden cubrir su posición ni tampoco toman parte de las decisiones de la empresa, *vid.* WOLF, M., “AstraZeneca is more than investors’ call”, *Financial Times*, 8 de mayo de 2014.

¹²⁷⁷ En favor de conceder derechos de decisión a otros grupos implicados-como los trabajadores- debido a la falta de asunción de riesgo por parte de los accionistas, “(...) *the standard corporate governance model may be predicated on a misclassification of risk and, as a result, a misalignment between these risks and control rights, with potentially adverse implications for corporate risk-taking*” HALDANE, A, *Who owns the company*”, Bank of England, 201, p. 15. En sentido similar, ROGER L MARTIN: *The false premise of shareholder value debate*, *Harvard Business Review*, 26 de septiembre de 2016, se encuentra a favor de maximizar un interés sobre el resto, en vez del interés de los socios propone maximizar el interés de los consumidores pues considera que el *shareholdervalue* no puede obtenerse directamente sino que se obtendría de manera indirecta.

¹²⁷⁸ art. 64. 1. B) *Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.*

Paulatinamente se ha desdibujado el antagonismo entre el contractualismo y el institucionalismo. En esta concepción neocontractualista sigue primando el interés común de los socios aunque evaluado bajo criterios de sostenibilidad y visión a largo plazo¹²⁷⁹. Con independencia de dicha concreción en los Códigos de Buen gobierno, el interés social no es unívoco sino que su determinación se basará en los procedimientos que se establezcan en la Ley¹²⁸⁰; o bien, en aquellas sociedades que así lo hayan reflejado en los estatutos sociales, a través de una cláusula expresa¹²⁸¹.

1.3. La incidencia del deber de fidelidad en el ejercicio del voto en supuestos de *empty voting*.

El derecho de voto del socio en nuestro ordenamiento se concibe como un derecho subjetivo o puro que se atribuye de modo general en proporción a su participación en el capital social. Este derecho se relaciona con el fin común¹²⁸², la obtención de lucro, aunque de manera indirecta¹²⁸³. Como derecho subjetivo, el socio puede ejercerlo

¹²⁷⁹ En este sentido, , *vid.*, MONTALENTI, P., *Società per azioni, corporate governance e mercanti finanziari*, p. 110, “(...)Pare più appropriato definire oggi l'interesse sociale come interesse contrattuale dei soci alla valorizzazione della partecipazione sotto il profilo sia reddituale sia patrimoniale in una prospettiva di lungo termine circoscritta da (i) limiti interni di ordine tipologico, (ii) limiti di ordine negoziale, (iii) limiti esterni di ordine legislativo, contrattuale e sociale”.

¹²⁸⁰ ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión ...*, *op. cit.*, p. 27.

¹²⁸¹ En este punto, sobre la determinación por la sociedades cotizadas, *vid.* MATEU DE ROS CEREZO, R., *Práctica de gobierno corporativo...*, *op. cit.*, p. 24.

En un examen del Ibx 35 se aprecia la tendencia a una concepción neocontractual del interés social: en los estatutos de GAMESA (Artículo 3.- Interés social. Gamesa persigue la consecución del interés social, entendido como el interés común de sus accionistas en la creación de valor de la Sociedad, que se desarrolla a través de la explotación sostenible, eficiente y competitiva de su objeto social, tomando en consideración los demás intereses legítimos de carácter público o privado que confluyen en su actividad empresarial), de IBERDROLA (Artículo 6. Interés social. La Sociedad concibe el interés social como el interés común a todos los accionistas de una sociedad anónima independiente orientada a la creación de valor sostenible mediante el desarrollo de las actividades incluidas en su objeto social, tomando en consideración los demás grupos de interés relacionados con su actividad empresarial y su realidad institucional, de conformidad con la Misión, Visión y Valores del grupo Iberdrola) o SANTADER (Artículo 40. Creación de valor para el accionista1. El consejo de administración y sus órganos delegados ejercerán sus facultades y, en general, desempeñarán sus cargos con el fin de maximizar el valor de la empresa en interés de los accionistas. 2. El consejo de administración velará, asimismo, para que la sociedad cumpla fielmente la legalidad vigente, respete los usos y buenas prácticas de los sectores o países donde ejerza su actividad y observe los principios de responsabilidad social que hubiera aceptado voluntariamente.)

¹²⁸² En favor, del voto como derecho y no como función, *vid.* GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas*, *op. cit.*, p 315, “ El derecho de voto es consustancial a la condición de socio. No puede faltar en ningún accionista. Es uno de los derechos individuales que limitan la soberanía de la junta general.”, enURIA GONZALEZ, R./ MNENDEZ MENENDEZ, A./ MUÑOZ PLANAS, J.M., “La junta general de accionistas...” , *op. cit.*, p. 69.

¹²⁸³ El carácter indirecto de la relación entre voto-fin lucrativo, se debe a que el voto como tal no satisface el fin lucrativo sino que a través de su ejercicio se determina su satisfacción, además, de la única vía para la intervenir en asuntos de gestión y el control del órgano de administración, *vid.* URÍA GONZÁLEZ, R./ MNENDEZ MENENDEZ, A./ MUÑOZ PLANAS, J.M., “La junta general de accionistas...” , *op. cit.*, p. 69.

libremente; no obstante, el freno que imprime el interés social¹²⁸⁴ lo aleja de categorizarlo como un derecho subjetivo puro, sino más bien asimilable a un derecho función pues la libertad de voto que se traduce en la emisión del voto del socio en consonancia con sus propios intereses tiene como “límite natural”¹²⁸⁵ el interés común o colectivo¹²⁸⁶. Es decir, sus intereses han de resultar coincidentes con el interés social que refleja la comunidad de fin del contrato de sociedad¹²⁸⁷ –en contraposición a si fuere una potestad, cuyo ejercicio se supeditaría a preservar un intereses social distinto al de los socios–. A pesar de esta limitación, el accionista puede buscar la obtención de un interés propio a través del ejercicio del derecho de voto siempre y cuando su satisfacción no produzca un menoscabo a la sociedad¹²⁸⁸. De este modo, una vez más, el interés privado ha de converger con el interés social pues el contrato de sociedad trae por causa el fin común de los accionistas, de lo contrario, no podríamos estar ante una sociedad¹²⁸⁹.

El interés social como frontera del ejercicio del derecho de voto constituye una manifestación del deber de fidelidad del socio pues modula su ejercicio, el cumplimiento de dicho deber a través del ejercicio del derecho de voto garantiza la

¹²⁸⁴ ALBORCH, C., *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, Tecnos, 1977, p. 239.

¹²⁸⁵ URÍA, “El derecho de voto ...”, p. 168, también GIRON TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, op. cit., p. 310.: “el voto viene dado al socio, por la ley, para el cuidado de su propio interés, pero en la sociedad, haciendo a este predominante sobre sus intereses extrasociales en determinadas condiciones, p.310.

¹²⁸⁶ En este sentido, vid., GIRON TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, op. cit., p. 315 ALBORCH, C., *El derecho de voto...*, op. cit., p. 350, PEDROL RIUS, A., “El derecho de voto...”, op. cit., p. 130, CAMARA, p. 422.

¹²⁸⁷ “El interés social es la frontera en el ejercicio libre del voto por el accionista, puesto que aflora un conflicto de intereses cuando el accionista presenta un interés privado sobre el asunto que se delibera en junta”, vid. URÍA GONZALEZ, R./ MNENDEZ MENENDEZ, A./ MUÑOZ PLANAS, J.M., “La junta general de accionistas...”, op. cit., p. 164.; “El interés social concreta estos deberes fiduciarios en cuanto establece, bajo una aparente presunción, la forma en la que los órganos cumplen los mismos. Presuntivamente, la junta o los administradores cumplen con sus deberes fiduciarios si, cuando toman decisiones discrecionales, actúan tratando de maximizar las ganancias conjuntas de los socios”, vid. ALFARO AGUILA-REAL, A. *Interés social*, p. 34., también a este respecto, destaca el interés social como modulador de los derechos del socio, El interés social como baremo del ejercicio de derechos sociales como paralelismo de la prohibición de derechos contrarios a la buena fe, no se puede ejercer el derecho de voto –societario- contrario al interés social, vid. CORTES DOMINGUEZ, L. F., “El interés social...”, op. cit., nota a pie nº 4. Resulta también relevante la doctrina italiana que limita el derecho de voto a la comunidad de intereses, el voto del socio es libre pero limitado a ese interés común, vid. ASCARELLI., op. cit.

¹²⁸⁸ A este respecto se apunta en URÍA GONZALEZ, R./ MNENDEZ MENENDEZ, A./ MUÑOZ PLANAS, J.M., “La junta general de accionistas...”, op. cit., p.168, el caso del accionista de dos sociedades rivales o concurrentes, negocios realizados por un testaferro por cuenta del accionista, las operaciones de terceros con la sociedad en las que el accionista lleve una comisión.

¹²⁸⁹ URÍA GONZALEZ, R./ MNENDEZ MENENDEZ, A./ MUÑOZ PLANAS, J.M., “La junta general de accionistas...”, op. cit., p. 166 y ss.

preservación del interés social¹²⁹⁰. Así como no es posible el ejercicio de un derecho de forma contraria a la buena fe (art. 7 CC), tampoco resulta viable ejercitar el voto en un sentido contrario al interés social¹²⁹¹. Del mismo modo, la potencia del voto, determinada por la participación del socio en el capital social, no solo refleja su poder de influencia sino también sirve como criterio de medición del interés del socio en la sociedad¹²⁹².

Ante la eventual contraposición de intereses que se pueda producir entre el interés privado del socio y el interés social, el deber de fidelidad obliga al socio a subordinar su interés privado¹²⁹³ para no menoscabar el interés social ni de este modo conseguir ningún tipo de ventaja mediante el daño al interés común de la sociedad y al resto de socios¹²⁹⁴. El respeto de esta prevalencia del interés social sobre el interés privado del socio se consigue a través de la instauración de mecanismos de tutela del interés común bien de carácter preventivo¹²⁹⁵, es decir, estamos ante concreciones de la exigibilidad del deber de fidelidad del socio, tal como es el régimen de carácter preventivo de conflicto de intereses o bien a *posteriori* a través de la impugnación de acuerdos.

Como quiera que las tipologías del *decoupling* que examinamos se manifiestan a través del ejercicio del voto, se ha de considerar si se preserva en estos casos el deber abstracto de fidelidad o bien, son ejemplos en los que se manifiesta la prevalencia del interés

¹²⁹⁰ GIRON TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, 1952, p.199., señala que el deber de fidelidad se basa en el interés social –es decir, el interés común-, donde han de situarse los límites a la manera de ejercitar el derecho de voto. En este sentido, ESTEBAN VELASCO, G., “Algunos aspectos relevantes de la regulación de la Junta general de los socios en la nueva Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995” en AA.VV. *Estudios de derecho mercantil : homenaje al profesor Justino F. Duque*, Vol. 1, 1998, p. 246 se refiere: “Los intereses sociales, que en principio son pauta de conducta o criterio de decisión de los órganos sociales actúan como instrumento de control, desde el punto de vista del contenido, de la validez de los acuerdos tomados”. En contra de un deber de fidelidad específico, sino simplemente la exigencia del principio general de buena fe, *vid.* RUBIO, J., *Curso de derecho de sociedades anónimas*, 1967, p. 288; PEDROL RIUS, A., “El derecho de voto...”, *op. cit.*, p., 506, que considera la exigencia de un deber de fidelidad del socio sería posible si el interés social no fuera el interés común de los socios sino algo ajeno a ellos.

¹²⁹¹ A este respecto, sobre la contraposición de la fidelidad y la buena exigible al socio, *vid.* DUQUE DOMINGUEZ, J., *Tutela de la minoría*, Universidad de Valladolid, 1955 p. 55., RECALDE CASTELLS, A., «Deberes de fidelidad...», p. 93.

¹²⁹² *Vid. supra*, Capítulo 2.

¹²⁹³ El deber de abstención surge de la contraposición del interés social e interés individual del socio, debe prevalecer el interés social cuando no se puede satisfacer a los dos intereses lo que provoca que el socio no deba votar., DUQUE DOMINGUEZ, J., *Tutela de la minoría...*, *op. cit.*, p. 227.

¹²⁹⁴ URÍA, “El derecho de voto ...”, *op. cit.*, p. 168; ESTEBAN VELASCO, G., “Algunos aspectos relevantes...”, *op. cit.* p. 247.

¹²⁹⁵ Sobre la ratio del deber de fidelidad en la regulación del conflicto de intereses del socio, en el sentido de que se limita en el precepto a la fidelidad del socio a la sociedad, entre otros, *vid.*, COSTAS COMESAÑA, J., *El deber de abstención del socio en las votaciones*, Tirant lo Blanch, 1999, p. 69.

privado del socio sobre el interés social. En primer lugar, el recurso al *empty voting* es una estrategia “*low cost*” de influencia pues el accionista consigue reforzar su posición accionarial e incrementar la probabilidad de que un acuerdo se adopte, sin el riesgo económico que implica la tenencia de acciones gracias a la innovación financiera o el préstamo de valores¹²⁹⁶. En efecto, el accionista ha cubierto su posición en la sociedad, trasladando el riesgo económico asociado a su posición, por lo que estaríamos ante un accionista aparente pues la titularidad real de la acción ha sido separada de la formal que sí mantiene¹²⁹⁷. El *empty voting* con carácter general no es perjudicial *per se*¹²⁹⁸ pues el acuerdo adoptado gracias a la influencia de estos inversores cualificados puede fomentar el buen gobierno en vez de menoscabar el interés social o resultar abusivo para el resto de socios. En cambio, entendemos que el recurso a estrategias de *empty voting* sí puede ser indicio de un potencial conflicto de intereses que haga prevalecer el interés privado del *empty voter* al determinar la adopción de un acuerdo gracias a su estrategia y dañar al interés social o que sea de carácter abusivo para el resto de socios.

Cabría, no obstante, destacar una excepción en los casos de disociación llevados al extremo, es decir, el *negative voting*. Cuando el accionista, alcanza una posición de sobre cobertura del riesgo económico de la acción, es decir, su posición neta en la sociedad es negativa, ya no estaríamos ante un eventual indicio de un potencial conflicto pues la posición del socio es conflictual en sí misma, de raíz. En efecto, el *negative voter* no comparte la finalidad lucrativa del accionista común sino que forzará la adopción de acuerdos que impacten en el precio de cotización de manera negativa; es

¹²⁹⁶ Si bien, también puede darse un supuesto de *empty voting* a través de la compra de acciones, vía “*record date capture*”, como se analizaba, *vid. supra*. Capítulo 2, aunque entendemos que la estrategia a través del préstamo de valores tiene menor coste.

¹²⁹⁷ Respecto al conflicto de interés del socio que surge de la disociación entre el riesgo económico y derecho de voto debido al recurso a derivados, préstamo de valores o *record date capture*, en todas ellas hay una escisión entre titularidad formal y real, votando el accionista aparente cuando su interés económico ha sido cubierto, *vid.*, entre otros, MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity...*, *op. cit.*, pp. 210 y ss.; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío” ...”, *op.cit.* pp. 685 y ss.; MATEU DE ROS CEREZO, R., “La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la ley de sociedades de capital”, *Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, 2011, p. 35; PALA LAGUNA, R., “La disociación entre los derechos económicos y el derecho de voto...”, *op. cit.*, p. 1154 o RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses” en JUSTE MENCIA, J. (Coord.), *Comentario de la reforma del Régimen de las Sociedades de Capital en materia de Gobierno Corporativo (Ley 31/2014) sociedades no cotizadas*, Thomson Reuters-Civitas, 2015, p. 70.

¹²⁹⁸ La diversidad de intereses del accionista en situación de *decoupling* no implica lesión a la sociedad o a los socios en todo caso, *vid.* FERRARINI, G., “Prestito titoli...”, *op. cit.*, p. 639; ESCANO, A. D., “Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting”, *Rivista della società*, 2013, P. 187.

decir, en vez de pretender la creación de valor, persigue la depreciación del valor¹²⁹⁹. Si a dicha cobertura se le añade que puede tener una posición accionarial en otra sociedad que tuviera algún tipo de relación contractual o que sea del mismo sector que la sociedad en la que se encuentra cubierto, se agrava todavía más el conflicto pues a su vez puede obtener beneficios privados de dicha transacción¹³⁰⁰. En definitiva, en los casos más graves de *empty voting* se detecta el “*animus fraudendi*” de este tipo de accionistas pues ejercerán un voto contrario al interés social¹³⁰¹, en cuyo caso la potencial nocividad será mayor en tanto en cuanto más desequilibrio haya entre el voto y el riesgo económico; es decir, a mayor cobertura del riesgo, la divergencia de intereses será más acentuada¹³⁰².

Por otro lado, la *hidden ownership* como tal no es una técnica dirigida a potenciar el número de votos, sino más bien lo contrario pues el inversor o parte larga del derivado mantiene el interés económico y el derecho de voto lo puede obtener la contraparte o parte corta¹³⁰³ que es la titular formal de las acciones. No obstante, no debemos olvidar el supuesto de *hidden morphable ownership* en el que la parte larga del derivado puede llegar a instruir el sentido del voto de la otra parte, es decir, obtiene votos informales. En estos casos se aprecia el recurso al *decoupling* como un mecanismo de interposición¹³⁰⁴ que da lugar a dos potenciales conflictos; de una parte, el conflicto directo del socio –parte corta– que vota sin interés económico pues ha cubierto su posición con la compra de acciones¹³⁰⁵ y, de otra, el conflicto indirecto¹³⁰⁶ que se

¹²⁹⁹ PALA LAGUNA, R., “La disociación entre los derechos económicos y el derecho de voto...”, *op. cit.*, p. 1153.

¹³⁰⁰ “El accionista pierde gustoso en una sociedad para resarcirse de esa pérdida con las ganancias superiores que espera obtener en otra sociedad distinta”, *vid.* URÍA GONZÁLEZ, R./ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A./ MUÑOZ PLANAS, J.M., “La junta general de accionistas...”, *op. cit.*, p.164.

¹³⁰¹ En general, sobre el voto abusivo *vid.* HERNANDO CEBRIÁ, L. *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital...*, *op. cit.*; PULGAR EZQUERRA, “Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías”, *RDBB*, Año nº 32, Nº 129, 2013.

¹³⁰² Respecto a la equiparación de un *empty voting* a un ejercicio abusivo, *vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío” ...”, *op. cit.*, 684-685

¹³⁰³ Como se analizaba en el capítulo 3, la *hidden ownership* se palía la estrategia de ocultación a través de medidas de transparencia.

¹³⁰⁴ ALEMANY EGUÍDAZU, J., “Las personas interpuestas en los Mercados de Valores”, *RDBB*, 27, 110, 2008, BIB 2013\138975.

¹³⁰⁵ Por ejemplo, la *hidden morphable ownership* a través de *equity swaps*, aunque sean de liquidación por diferencias, la parte corta, con el fin de cubrir su posición, compra las acciones subyacentes del derivado, lo que se conoce como “*delta-hedging*”, *vid. supra*. Capítulo 1.

¹³⁰⁶ SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, p. 286, que el conflicto indirecto comprende los conflictos en los que no es el socio el directamente interesado sino una persona con la que tiene un vínculo que recibiría el beneficio de la adopción del acuerdo y la lesión al interés social; mientras

manifiesta al votar como le instruye la parte larga. Esta técnica puede utilizarse para eludir la prohibición de ejercicio del derecho de voto en casos de acciones propias de la sociedad o del deber de abstención del socio o socio-administrador en caso de conflicto lo que atentaría contra las reglas de la mayoría. Aun en el caso de que no pese una prohibición de voto de la parte larga del derivado, puede responder al deseo de no mostrar la posición real en la sociedad, es decir ocultar una posición influyente a través del recurso a la innovación financiera provocando que el voto determinante de este tipo de inversor no se detecte si recurre a trocear su posición a través de varios contratos de derivados¹³⁰⁷.

En síntesis, a pesar de la validez de los contratos de derivados o préstamo de valores con el fin de cobertura o *hedging*¹³⁰⁸ no se cuestiona, su uso cualificado da lugar los casos de *empty voting* o *hidden morphable ownership* en los que sí puede cuestionarse la validez del voto del accionista que no soporta el riesgo asociado a las acciones o bien un inversor que no figura como accionista pero determinar el sentido del derecho de voto de un accionista. En cualquiera de estos supuestos, se observa como el uso cualificado de los derivados y el préstamo de valores permite la extracción de beneficios privados para quien recurre al *decoupling* así como puede dar lugar a la adopción de un acuerdo lesivo al interés social o de carácter abusivo. Consecuentemente, las técnicas de *decoupling* convergen en la *ratio legis* de las medidas aplicables para su prevención o sanción, es decir, la preservación del deber de fidelidad del socio al fin común y al resto de socios¹³⁰⁹.

que SANCHEZ CALERO GUILARTE, J., “Conflicto de intereses en la sociedad de responsabilidad limitada y derecho de voto del socio”, *RDS*, p. 302., restringe los conflictos indirectos al considerar no aplicable el precepto a los conflictos indirectos cuando hay una vinculación familiar entre los socios pero sí a otros supuestos en grupos de sociedades, en casos de adquisición derivativa cuando el que vende instruye el derecho de voto o cuando se delibera un asunto en el que el socio participante es una sociedad y su socio mayoritario está interesado en dicho acuerdo.

¹³⁰⁷ El llamado *wolffpack activism* de gestión con varias entidades bancarias, *vid.*, *supra.*, capítulo 3.

¹³⁰⁸ se ha de partir de que el hecho de acudir a estos contratos no es el objetivo primordial la obtención de voto, pues no figura ni como contenido típico ni en su función económica. Estamos ante una titularidad temporal de acciones en nombre propio por cuenta de un tercero que encontraremos dicho *empty voting* en las relaciones entre las partes pero no en el contenido típico. Es decir para que el recurso a esta figura contractual pueda ser reconducido a un fenómeno de naturaleza fiduciaria, el efecto de la colación del riesgo es consecuencia de una especial conformación de intereses acordada entre las partes, *vid.* FIGUIEREDO, A., *O negócio fiduciário perante terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, 2011, p. 563.

¹³⁰⁹ Limitando la ratio del precepto al deber de fidelidad del socio frente a la sociedad, no se contempla en el deber de abstención por infracción de este deber entre socios, *vid.* COMESAÑA, J., *El deber de abstención...*, *op. cit.*, p. 69.

Ante esta contraposición de intereses y la necesaria salvaguarda del deber de fidelidad del accionista, hay que explorar la posible solución a los efectos adversos del *empty voting* a través de la aplicación de mecanismos de tutela del interés común ante las injerencias del deber de fidelidad de los socios¹³¹⁰. Sentados estos antecedentes, en lo que sigue se evaluará si los mecanismos preventivos y *ex post* aplicables al conflicto de interés del socio son adecuados para inhibir los efectos adversos del *decoupling*.

2. La tradicional ausencia de medidas preventivas en sociedades cotizadas.

2. 1. El voto del accionista en conflicto.

Con anterioridad a la Ley 31/2014, el tratamiento legal del conflicto de intereses de tipo coyuntural u ocasional¹³¹¹ ha sido discordante pues en la sociedad de responsabilidad limitada se establecían medidas de carácter preventivo y, sin embargo, en sede de sociedades anónimas quedaban relegados a una revisión *ex post* a través de la impugnación del acuerdo por resultar contrario al interés social¹³¹². Y, si bien es cierto que los caracteres de las sociedades, en particular, la estructura de la sociedad anónima, puede incidir tanto en la intensidad como en el tipo de conflictos que se pueden dar¹³¹³,

¹³¹⁰ Este planteamiento se encuentra en consonancia con el estudio en Derecho comparado del impacto de los *empty voters* en las sociedades en las que invierten, a través de la asimilación de estos supuestos a infracciones del deber de fidelidad en sus ordenamientos respectivos y el planteamiento del deber de abstención en los casos más graves, entre otros, *vid.* NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, *op. cit.*, ESCANO, A. D., “Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting”, *Rivista della società*, 2013, ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-02; Stanford Law Review*, Vol. 60, 2008. No obstante, hay también quienes circunscriben las medidas a la impugnación del acuerdo por las cargas onerosas que supondría la detección del interés económico negativo tal como señala PARTNOY, siendo declarado el acuerdo nulo cuando fuere el voto determinante del *negative voter*, *v.* ESCANO, A. D., “Conflicts of interest in modern financial markets...”, *op. cit.*, pp. 184-187

¹³¹¹ *In extenso*, SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, pp.155 y ss.

¹³¹² Salvo en el procedimiento de fundación sucesiva que se prohíbe el voto en la junta constituyente del interesado cuando se pretenden reservar derechos especiales para los promotores o si existen participaciones no dinerarias en el art. 49 3. LSC: (...) En el caso de que pretendan reservarse derechos especiales para los promotores o de que existan aportaciones no dinerarias, los interesados no podrán votar en los acuerdos que deban aprobarlas. En estos dos supuestos bastará la mayoría de los votos restantes para la adopción de acuerdos.

¹³¹³ A su vez, se ha establecido una diferenciación entre los conflictos en sociedades anónimas cerradas y sociedades anónimas cotizadas. La razón que subyace a esta distinción es debida a que propiedad y gestión social se mantienen separadas, lo que se materializa en el otorgamiento a la junta de unas competencias respecto a la elección y el control de los integrantes en el órgano de administración. No obstante, en función del tipo de sociedad cotizada, si estamos ante una sociedad con un accionariado disperso y pasivo, dichas competencias de vigilancia o control devienen inútiles debido a las cualidades del accionariado, por lo que se ha considerado que los conflictos de intereses en el ejercicio de los derechos, se sustituye por los conflictos entre administradores y accionistas. No obstante, no todas las cotizadas son así, pues en aquellas que tengan capital tendente a la concentración, los conflictos de interés serán entre la minoría de carácter controlador y el resto de socios que por su participación no tienen el control, *vid.* la diferenciación en SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, pp. 45-50.

no resultaba justificado que, hasta la modificación operada por la Ley 31/2014, no hubiera habido una regulación expresa de esta materia para este tipo societario¹³¹⁴.

Ahondado en el régimen de la sociedad de responsabilidad limitada, el art. 52 LSRL (posterior art. 190 LSC, en su redacción anterior a la reforma realizada por la Ley 31/2014), en su apartado primero, establecía una presunción *iuris et de iure* de

¹³¹⁴ Se entiende que en cualquier tipo de asociación pueden surgir los conflictos de intereses, luego pueden darse en una sociedad anónima, vid, la crítica a la inexistencia de regulación en el caso de las sociedades anónimas en ESTEBAN VELASCO, G., “Algunos aspectos relevantes...”, *op. cit.* p. 245: “Según las características de las empresas varían las particularidades e intensidad de los tipos de conflictos y las exigencias de regulación”. Como ejemplos de la extensión del régimen del conflicto de intereses a los socios de la sociedad anónima destacan varias propuestas, así, el art. 34 de la Propuesta de Quinta Directiva (*Neither a shareholder nor his representative shall exercise the right to vote attached to his shares or to shares belonging to third persons where the subject matter of the resolution relates to:* - (a) *discharge of that shareholder;* (b) *rights which the company may exercise against that shareholder;* (c) *the release of that shareholder from his obligations to the company;* (d) *approval of contracts in between the company and that shareholder* en *Bulletin of the European Communities Supplement 10/72*), en los anteproyectos de la Ley de Sociedades Anónimas tanto del año 78 como del 79 se recogía en los arts. 77 y 76 respectivamente: El accionista no podrá votar cuando se trate de adoptar un acuerdo que le libere de una obligación, le conceda un derecho o implique una renuncia de la sociedad a ejercitar cualquier acción contra él. Las acciones que, conforme a este precepto, no puedan ejercitar el derecho de voto, serán computadas a los efectos de la regular constitución de la junta”.

No obstante, sí que se había unificado el régimen de los conflictos en el art. 89 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 16 de mayo de 2002: “El socio no podrá ejercer el derecho de voto que le corresponda, cuando se trate de adoptar un acuerdo que le autorice a transmitir la cuota, las participaciones sociales o las acciones de las que sea titular, que le excluya de la sociedad, que le libere de una obligación o le conceda un derecho, o por el que la sociedad decida anticiparle fondos, concederle créditos o préstamos, prestar garantías en su favor o facilitarle asistencia financiera, así como cuando, siendo administrador, el acuerdo se refiera a la dispensa de la prohibición de competencia o al establecimiento con la sociedad de una relación de prestación de cualquier tipo de obras o servicios. 2. Los votos del socio que esté en alguna de las situaciones de conflictos de intereses contempladas en el apartado anterior se deducirán del total de votos para el cómputo de la mayoría que en cada caso sea necesario. Del mismo modo, en la Propuesta de Código Mercantil también lo había unificado el régimen del conflicto de intereses en el artículo 231-63, aunque en el APCLM, introdujo la redacción propuesta por la Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo que actualmente se encuentra recogida en el art. 190 LSC:

1. El socio no podrá ejercer, por sí o por representante, el derecho de voto que le corresponda en los asuntos en que tenga, por cuenta propia o de un tercero, un interés en conflicto con el de la sociedad.
2. El representante no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a las participaciones o acciones representadas, ni designar a un tercero como sustituto, en aquellos asuntos que se sometan a decisión de la junta en los que se encuentre en conflicto de intereses, salvo que hubiese recibido de las representadas instrucciones precisas de voto para cada uno de esos asuntos.

En todo caso, se entenderá que el representante se encuentra en conflicto de intereses respecto de las siguientes decisiones:

- a) Su nombramiento, reelección o ratificación como administrador.
- b) Su destitución, separación o cese como administrador.
- c) El ejercicio contra él de la acción social de responsabilidad
- d) La aprobación o ratificación, cuando proceda, de operaciones de la sociedad con el representante de que se trate, sociedades controladas por él o a las que represente o personas que actúen por su cuenta.
- e) La aprobación de la gestión social que afecte al representante

3. El socio que fuere administrador en ningún caso podrá votar por sí o por representante en los asuntos que se refieran a la exigencia de responsabilidad, a la dispensa de la prohibición de competencia o al establecimiento con la sociedad de una relación de prestación de cualquier tipo de obra o servicios.

4. Los votos del socio en conflicto de intereses se deducirán del total de los necesarios para la adopción del acuerdo de que se trate.

abstención en el ejercicio del voto en relación a la adopción de los acuerdos relativos a la transmisión de la cuota, las participaciones sociales de las que sea titular, la exclusión de la sociedad, la liberación de una obligación o la concesión un derecho, la anticipación de fondos, la concesión de créditos o préstamos, prestación de garantías en su favor o facilitarle asistencia financiera, así como cuando, siendo administrador, el acuerdo se refiera a la dispensa de la prohibición de competencia o al establecimiento con la sociedad de una relación de prestación de cualquier tipo de obras o servicios. De este modo, se preveía el ejercicio antisocial del voto del socio en situación de conflicto, pues ejercería el voto en interés propio y en detrimento de la sociedad¹³¹⁵.

Este precepto se ha considerado que refleja de un modo indirecto que sí existe un deber de fidelidad de carácter vertical¹³¹⁶ del socio para con la sociedad¹³¹⁷ en virtud del cual al socio no se le permite satisfacer sus intereses particulares a costa del sacrificio del interés social¹³¹⁸. Este precepto salvaguarda los supuestos en los que se produce un menoscabo al resto de socios en caso de que votase el socio en conflicto¹³¹⁹. Sea como fuere, la justificación de esta regulación se debe a que en cierto modo la cláusula general del deber de fidelidad no ofrece las salvaguardas suficientes para evitar la actuación del socio en conflicto. Por ello, este mecanismo *ex ante* consiste en apartar al “socio contaminado”¹³²⁰ por su interés personal prohibiéndole el ejercicio del voto, resultando indiferente la efectiva influencia que puede ejercer en la adopción del acuerdo pues su carácter es *ex lege*.

¹³¹⁵ ALONSO ESPINOSA, F. J., “La posición jurídica del socio...”, *op. cit.*, p. 1451. Mientras que SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, p. 162 considera que el precepto tiene como finalidad la protección del interés social; por el contrario, ALCALA DIAZ, El conflicto de interés socio-sociedad...”, *op. cit.*, p. 163 no considera que sea un mecanismo preventivo de lesión al interés social pues la lesividad de las operaciones a adoptar no se puede determinar *ex ante*.

¹³¹⁶ Como tendremos oportunidad de constatar, la reforma de la Ley de sociedades de capital por la Ley 31/2014, el deber de fidelidad también se infringe en aquellos casos en que, no dañando un acuerdo a la sociedad, pero sí perjudica a los demás socios resultaría impugnabile, por ende, esta reforma viene a reconocer de manera implícita el deber de fidelidad de tipo horizontal, Sobre la distinción entre deber horizontal y vertical, vid. MIQUEL RODRIGUEZ, J., *La sociedad conjunta...*, *op. cit.*, p. 232. DUQUE DOMINGUEZ, J., *Tutela...* *op. cit.*, p. 53: “Como desenvolvimiento del principio de la buena fe se ha hablado un deber de fidelidad como límite al ejercicio del poder de voto y cuya infracción produciría la anulabilidad del acuerdo en que se hubiese producido a cargo del accionista”, MIQUEL RODRIGUEZ, J., “Reflexiones sobre los deberes de fidelidad...”, *op. cit.*, p. 457.

¹³¹⁷ MIQUEL RODRIGUEZ, J., *La sociedad conjunta...*, *op. cit.*, p. 230.

¹³¹⁸ SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, p. 158.

¹³¹⁹ MIQUEL RODRIGUEZ, J., “Reflexiones sobre los deberes de fidelidad...”, *op. cit.*, p. 459 y GIRON TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, 1952. En contra, Come saña

¹³²⁰ ESTEBAN VELASCO, G., “Algunos aspectos relevantes...”, *op. cit.* p. 245 y ss.

Respecto a las sociedades anónimas y, en particular, las sociedades anónimas cotizadas, el hecho de no contar con un régimen preventivo semejante al de la sociedad de responsabilidad limitada llevaba a discutir si se podría reconocer, en primer lugar, la aplicación analógica del régimen previsto en la sociedad de responsabilidad limitada para las sociedades anónimas. La doctrina se ha mostrado dividida a este respecto pues, de una parte, los partidarios de la aplicación analógica defendían que como ambos tipos societarios son sociedades de capital, y, por lo tanto, la posición jurídica del socio es similar por lo que estarían sujetos al deber de fidelidad¹³²¹.

Con todo, se tendrían que tener en cuenta las trabas que implicaría dicha asimilación; en primer lugar, la aplicación literal a la sociedad anónima del 190.1 LSC chocaría con las especialidades de la estructura de la sociedad anónima¹³²². En segundo lugar, se tendría que asimilar el *empty voting* a uno de los supuestos tasados de abstención en el art. 190 LSC¹³²³, contando con un obstáculo más pues la jurisprudencia no ha sido partidaria de realizar una interpretación extensiva de las prohibiciones del ejercicio del voto¹³²⁴. En concreto, se advertía que el ejercicio del voto por el *empty voter* que resultase determinante para la adopción de un acuerdo y, a su vez, le beneficiase equivaldría a que la sociedad estuviere otorgando una ventaja al *empty voter* y, por lo tanto, estaríamos ante un supuesto encuadrable en la prohibición del ejercicio del voto en

¹³²¹ ALCALA DIAZ, M. A., “El conflicto de interés socio-sociedad...”, *op. cit.* p. Tradicionalmente, DUQUE DOMINGUEZ, J., *Tutela...*, *op. cit.*, p. 122 lo justificaba llevando a cabo un paralelismo entre el conflicto representante-representado y socio-sociedad, en el que el representante podría obtener una ventaja en perjuicio del representado, pues el socio podría obtener una ventaja en perjuicio de la sociedad.

¹³²² De admitirse que en las sociedad anónimas opera la prohibición de voto por la aplicación analógica del art. 52 LSRL, la estricta distribución de competencias entre los órganos sociales y la competencia exclusiva del órgano de administración en materias de gestión y representación, reduce considerablemente la aplicación de la prohibición de voto del socio en los supuestos en los que tenga la condición de tercero. Por ello puede concluirse que la prohibición de voto del socio en las sociedades anónimas tendrá pleno sentido, en la praxis, en los casos en los que el mismo tenga la condición jurídica de administrador. ALCALA DIAZ, M. A., “El conflicto de interés socio-sociedad...”, *op. cit.* 106-

¹³²³ A favor, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío”...”, *op. cit.*, p. 687, En contra, ALFARO AGUILA-REAL, J., “La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital (V), 27 de junio de 2014, disponible en: <http://derechomercantiles.ana.blogspot.com.es/2014/06/la-reforma-del-gobierno-corporativo-de-27.html>.; GIMENO RIBES, M., Derecho de voto, interés social y estrategias en los mercados bursátiles: las situaciones de voto vacío, *La Ley mercantil*, N°. 13 (abril), 2015: “No es ningún de los elementos enumerados taxativamente en el art. 190 LSC, además únicamente sería útil para la SL, donde resulta menos habitual estas prácticas”.

¹³²⁴ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío”...”, *op. cit.* p. 688.

relación a un acuerdo relativo a la prestación de asistencia financiera a dicho socio¹³²⁵. Así las cosas, el presidente de la Junta sería el encargado de detectar la situación de *empty voting* con las dificultades que esto supondría en el caso de que no hubiere una exigencia de transparencia o comunicación de la participación neta del socio para proceder posteriormente al descuento del cómputo de la mayoría de los votos viciados emitidos por el *empty voter*.

Frente a esta postura, no han faltado quienes se mostraban reacios al recurso a la analogía, postergando la solución del conflicto a través de la vía de la impugnación del acuerdo y la eventual indemnización por los daños causados¹³²⁶. Además, apuntaban que el CUBG no venía a introducir nada nuevo, pues el deber de fidelidad ya existía y la infracción de ese “deber ético de abstención¹³²⁷” no permitía a la junta la privación del derecho de voto en conflicto de interés. Añadían que debía ser el legislador quien expresamente ampliase el ámbito del conflicto de interés en la sociedad anónima¹³²⁸. En definitiva, el deber de fidelidad del accionista al interés social en el ejercicio del voto se limitaría a un deber de abstención fáctico del ejercicio del voto del accionista en relación a la deliberación de un acuerdo en el que se manifestara la oposición de intereses del socio con la sociedad¹³²⁹; por ejemplo, cuando el accionista fuere contraparte de manera directa o indirecta con la sociedad con las dificultades de detección que implicaría en cualquier caso¹³³⁰.

¹³²⁵ Así encuadrado por FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío”...”, *op. cit.* p. 687 como si se le concediere un crédito, prestase asistencia financiera o un anticipo de fondos

¹³²⁶ El interés social tiene una función de control de los acuerdos que se adopten en la junta general, por lo que admite la impugnación del acuerdo lesivo adoptado por la mayoría, *vid.* ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las sociedades de capital” en ESTEBAN VELASCO, G. (Coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, 1999, p.654

¹³²⁷ ALONSO LEDESMA, C., “El papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las sociedades de capital” en ESTEBAN VELASCO, G. (Coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, 1999, p. 655.

¹³²⁸ “(...) no se puede admitir la aplicación analogía de una norma que, aunque tendente a prevenir la lesión de los intereses sociales, lo que contiene es una limitación de un derecho subjetivo del socio, lo cual solo puede llevarse a cabo por una ley que expresamente así lo disponga, como se encarga de recordar el art. 48 LSA”, *Ibid.*, p. 654.

¹³²⁹ ALBORCH, C., *El derecho de voto...*, *op. cit.*, p. 91.

¹³³⁰ No obstante, esta abstención fáctica venía con un problema añadido que era la dificultad para detectar el conflicto del accionista, principalmente, en los de tipo indirecto, es decir, el accionista es una “contraparte indirecta”, por ejemplo, entre otros supuestos, el accionista no es parte en el acuerdo entre las dos sociedades pero es accionista de las dos; sin embargo, el accionista sí obtenía un beneficio de la operación de manera indirecta pues favorecía a una de las sociedades en detrimento de la otra sociedad, *vid.*, este respecto, URÍA GONZÁLEZ, R./ MENEZES MENENDEZ, A./ MUÑOZ PLANAS, J.M., “La junta general de accionistas...”, *op. cit.*, p. 98., consideran que el socio será indirectamente titular de un

Ante las manifiestas dificultades para la aplicación a la sociedad anónima del régimen preventivo de conflicto de intereses contaría también en caso de efectuarse con la dificultad para su aplicación a supuestos de *empty voting* pues resulta cuestionable la eventual interpretación extensiva de los supuestos tasados de abstención del voto del socio. Unido a la cuestionable exigencia de un deber ético de abstención. Restaría por examinar la práctica relativa a la posible inclusión en los estatutos de sociedades anónimas de supuestos de abstención del derecho de voto por conflicto del socio que analizamos en lo que sigue.

2.2. Las cláusulas *anti-empty voting* en la práctica en España.

La ausencia de una previsión legal al respecto del deber de abstención del accionista en conflicto no impedía que dicho deber se estableciera estatutariamente, si bien con la limitación de no vaciar de contenido el derecho de voto¹³³¹ tal como se ha pronunciado la DGRN¹³³². Nos referiremos a continuación a las condiciones para su validez en el supuesto concreto del *empty voting* a través de un supuesto ilustrativo.

La sociedad Iberdrola, con anterioridad a la reforma de la Ley de Sociedades de Capital a través de la Ley 31/2014, introdujo en sus estatutos un precepto relativo al conflicto de interés del accionista en supuestos que podrían encuadrarse en el *empty voting*; en concreto el artículo 35 establecía:

« No podrán ejercitar su derecho a voto, por sí mismos o a través de representante en la junta general de accionistas, en relación con los asuntos o propuestas de acuerdo a los que el conflicto se refiera, los accionistas que se hallen en situación de conflicto de

interés personal contrapuesto al de la sociedad, a diferencia de cuando el accionista se vota a sí mismo para un cargo en la sociedad, donde no afloran intereses contrapuestos.

¹³³¹ DUQUE DOMINGUEZ, J., *Tutela ...*, op. cit., p. 62. SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, op. cit., pp. 253-256 respecto a la sl, siguiendo a la doctrina alemana – vid. nota 39- concluye la admisión de prohibiciones estatutarias de voto en la sl no puede ser excluida por el simple hecho de no haberse acogido un sistema de cláusula general, el hecho de que haya supuestos tasados tan solo limita la posibilidad de un deber general de abstención. Mientras que COSTAS COMESAÑA, J., *El deber de abstención...*, op. cit., p. 109 entendía que la limitaciones al derecho de voto reflejaban que este derecho dejaba de ser inderogable e indisponible lo que reforzaría la posibilidad de ampliación de supuestos estatutariamente, vid. COMESAÑA, J., *El deber de abstención...*, op. cit., p. 109.

¹³³² DGRN 16 mayo 1989: Fundamento de Derecho 2º Ciertamente no cabe duda de la inderogabilidad por la autonomía privada del contenido mínimo jurídico implícito en la condición de socios y, en particular, del derecho del accionista a intervenir en la dirección de los asuntos sociales a través de su participación activa en las juntas generales en proporción a su cuota en el capital social (artículos 38 y 39 LSA). Considerando válido en dicha resolución la exclusión del derecho de voto en relación a la junta que delibere el socio que pretende transmitir las acciones en base a la analogía con otros supuestos de oposición de intereses (39.3º, 48 y 59 LSA)

interés y, en particular, los que participen en un proceso de fusión o escisión con la sociedad o que estén llamados a suscribir una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente o a adquirir por cesión global el conjunto de los activos de la sociedad o que se vean afectados por acuerdos en virtud de los cuales la sociedad les conceda un derecho, les libere de una obligación, les dispense, en el caso de ser administradores, de la prohibición de competencia o apruebe una operación o transacción en que se encuentren interesados y, en general, los accionistas meramente formales y aparentes que carezcan de interés real y efectivo y no actúen de forma plenamente transparente frente a la sociedad».

El último inciso del artículo prohibía así el ejercicio del voto a aquellos accionistas formales y aparentes que careciesen de interés real y efectivo –como puede ser un *empty voter*– y que no actuaran de forma plenamente transparente frente a la sociedad –tal como es el *hidden morphable owner*–. El precepto referido tuvo una corta vida pues se modificó el 27 de marzo de 2015, motivado en parte por la decisión judicial que resumimos a continuación y sustentada también por su acomodación a la Ley 31/2014.

La sociedad anónima residencial Montecarmelo SA (sociedad filial de ACS SA con quien votaba conjuntamente en la junta) interpuso una demanda contra Iberdrola ante el Juzgado de lo Mercantil, nº 2 de Bilbao con el objeto de impugnar los acuerdos adoptados en la junta celebrada el 27 de mayo de 2011. Entre otras cuestiones, solicitaba la declaración de nulidad del artículo 35 anteriormente transcrito y basaba la fundamentación de la impugnación en el hecho de que el conflicto de interés del socio no podía ampliarse a otros supuestos no previstos legalmente como era la abstención del derecho del accionista en conflicto en la sociedad anónima. La parte demandada, Iberdrola, se opuso a que dicho acuerdo se considerase nulo pues la pretensión de la modificación estatutaria era la adaptación del régimen estatutario de los conflictos de intereses de accionistas de la sociedad Iberdrola a “las circunstancias actuales, a los avances en gobierno corporativo, y a la importancia creciente de los conflictos entre accionistas”; todo ello con el fin de que los accionistas en conflicto de interés no votasen, algo que, por otro lado, ya se había previsto con anterioridad y, que, además, no conculcaba la LSC pues ésta no prohibía que se regulen los conflictos en las sociedades. El juez desestimó la demanda al considerar que la Ley no prohibía que se regulara estatutariamente el conflicto de intereses, pues la modificación contaba con la

aprobación de los accionistas de Iberdrola y, además, tampoco se presentó ninguna impugnación al anterior artículo que ya regulaba los conflictos de intereses de los accionistas de la compañía.¹³³³

Residencial Montecarmelo recurre en apelación a la Audiencia Provincial de Vizcaya, que declara en parte haber lugar al mismo. En particular, respecto al artículo examinado, el Fundamento de Derecho IV admite que estatutariamente la sociedad anónima regule los conflictos de intereses de accionistas, “siempre que los supuestos para los que se contemple la suspensión del voto se aprecie objetivamente la posibilidad de conflicto de interés”. Sin embargo, la Audiencia rechaza las cláusulas generales o indeterminadas en tanto que dan lugar a “un excesivo margen subjetivo de interpretación”. Así, por ejemplo, cláusulas como “los accionistas que se hallen en conflicto de interés” y “...en general, los accionistas meramente formales y aparentes, que carezcan de un interés real y efectivo y no actúen de forma plenamente transparente frente a la sociedad”. Por esta razón, la Audiencia Provincial declara la nulidad parcial del artículo en cuestión, exigiendo la eliminación de las cláusulas indeterminadas.

Contra la SAP Vizcaya, Residencial Monte Carmelo SA interpone recurso de casación ante el Tribunal Supremo, que estima la procedencia del recurso al casar en parte la Sentencia dictada por la SAP Vizcaya. Sin embargo, es desestimada la impugnación en relación al art. 35, pues los términos en los que quedó subsistente tras la sentencia de la Audiencia Provincial, no vulnera el principio de igualdad de trato que establece el art. 97 TRLSC pues se había eliminado la posible arbitrariedad en la aplicación al eliminar las previsiones más genéricas referentes a supuestos asimilables al *empty voting*¹³³⁴.

¹³³³ Fundamento Jurídico 7º Juzgado de lo Mercantil, nº 2 de Bilbao: “es susceptible de seguir siendo regulada en los nuevos estatutos, sin que tal circunstancia vulnere precepto legal específico que determine su nulidad”. En particular, respecto a los supuestos de conflicto que se regulan, se prevé el hecho de que el accionista no tenga un interés real y efectivo y no actúe de manera transparente frente a la sociedad, el juez considera que en el caso de que se dé el supuesto habrá conflicto circunstancia que justifica la privación del derecho de voto para que prevalezca el interés social, en tanto que los socios han decidido “dotarse de dicho mecanismo de protección”. En el supuesto de que fuere utilizada la privación del voto de manera inadecuada, una vez que suceda, sería controlada judicialmente. En suma, el juez desestima la demanda respecto a la impugnación analizada además del resto de motivos.

¹³³⁴ No consideramos que la cláusula estatutaria, en los términos en que quedó subsistente tras la sentencia de la Audiencia Provincial, vulnere el principio de igualdad de trato (arts. 97 TRLSC), puesto que esta limitación del ejercicio del derecho de voto se aplicaría a todos los accionistas que se hallaren en la misma posición, esto es, en alguno de los supuestos tasados de conflicto de intereses previstos en la cláusula estatutaria, una vez que la sentencia de la Audiencia ha anulado las previsiones más genéricas contenidas en la redacción de la cláusula estatutaria impugnada y que permitían actuar con arbitrariedad

La relevancia de este caso radica, en primer lugar, en el reconocimiento jurisprudencial de la regulación estatutaria de los conflictos de interés en la sociedad anónima cotizada. En segundo lugar, en la admisión de supuestos de abstención estatutarios distintos a los tasados en el art. 190 LSC. Entendemos que la cláusula de prohibición de voto en casos de *empty voting* o *hidden morphable ownership* hubiera sido válida si se hubiera concretado cuándo los accionistas meramente formales y aparentes carecen de interés real y efectivo. El artículo en cuestión fue modificado¹³³⁵, pero en vez de determinar en qué supuestos el accionista no tienen interés en la sociedad, se procede a su eliminación y a acomodar la cláusula a lo dispuesto en la Ley de Sociedades de capital por la reforma efectuada en la Ley 31/2014 que posteriormente analizaremos.

Respecto al resto de sociedades cotizadas del Ibex 35, no se aprecia que sus estatutos recojan la abstención del voto en supuestos de *empty voting*, en parte debido a que tienden a reproducir el art. 190 LSC¹³³⁶ o porque basan la abstención en una recomendación del consejo cuando aprecian el conflicto del accionista, pero sin llegar en estos casos a prohibir su voto¹³³⁷.

en la privación del ejercicio del derecho de voto. Por lo tanto, esta modificación estatutaria no es contraria a la ley, y la pretensión de impugnación del acuerdo aprobatorio de la misma ha de ser desestimada.

¹³³⁵ Artículo 28. Conflictos de interés

1. El accionista no podrá ejercitar su derecho de voto en la Junta General de Accionistas, por sí mismo o a través de representante, cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto:

- a) Liberarle de una obligación o concederle un derecho.
- b) Facilitarle cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a su favor.
- c) Dispensarle, en caso de ser consejero, de las obligaciones derivadas del deber de lealtad acordadas conforme a lo dispuesto en la ley.

2. Lo previsto en el apartado anterior será igualmente aplicable cuando los acuerdos afecten, en el caso de un accionista persona física, a las entidades o sociedades controladas por ella, y, en el supuesto de accionistas personas jurídicas, a las entidades o sociedades pertenecientes a su grupo (en el sentido indicado en el artículo 29.3 siguiente), aun cuando estas últimas sociedades o entidades no sean accionistas.

3. Si el accionista incurso en alguna de las prohibiciones de voto anteriormente previstas asistiera a la Junta General de Accionistas, sus acciones se deducirán de las asistentes a los efectos de determinar el número de acciones sobre el que se computará la mayoría necesaria para la adopción de los acuerdos correspondientes.

¹³³⁶ Art. 21 del Reglamento de la Junta General de FCC, art. 32. 4 Estatutos de Mediaset.

¹³³⁷ Como es el caso de INDRA SA, cuyo artículo 13 de los estatutos sociales establece: En los asuntos que sean objeto de decisión por la Junta General que puedan significar un conflicto de interés con algún accionista, el Consejo, si lo conoce, así lo hará público y recomendará al accionista o accionistas afectados que se abstengan en la correspondiente votación. Mientras que el art. 22 del Reglamento de la Junta General de la sociedad anónima OHL respecto a las transacciones vinculadas: (...) Cuando las transacciones con los accionistas significativos sean objeto de la decisión de la Junta General de Accionistas, el Consejo recomendará a los accionistas significativos afectados que se abstengan en la votación.

2. 3. El control judicial de los supuestos de *empty voting*

Habida cuenta de las dificultades señaladas para la exigencia de un deber de abstención fáctico del socio en sociedades anónimas y el fugaz intento para prevenir la aparición del *empty voting* estatutariamente, la única vía disponible para reconducir los supuestos de deslealtad más graves en la sociedad anónima como el *negative voting* con anterioridad a la Ley 31/2014 era a través de la impugnación del acuerdo¹³³⁸.

Respecto a la fundamentación de la impugnación, tan sólo apuntamos aquí someramente las posibles alternativas ya que no llegó a plantearse ningún caso, además, posteriormente, respecto al régimen vigente profundizaremos en su justificación. Así, se ha sostenido en relación con los acuerdos que se adopten gracias al voto del *empty voter* su impugnación se basaría en la lesión al interés social dada su posición neta negativa en la sociedad o bien, en caso de utilizar la *hidden morphable ownership* con el fin de eludir una prohibición de voto, como sería el caso de que la sociedad utilizara esta estrategia por ejemplo al obtener votos indirectos gracias a un contrato de equity swap¹³³⁹, entonces la impugnabilidad del acuerdo es debida a la contravención de la ley.

Asimismo, se ha indicado que la fundamentación de la impugnación se basaría en se la falta de legitimidad del accionista pues ha obtenido el voto a través de un negocio nulo. En efecto, se ha valorado siempre desde un análisis caso por caso que en sede judicial se examinara la legalidad de los contratos de derivados o de préstamo de valores cuando la causa única del contrato es la cesión onerosa del derecho de voto o compra de votos, por lo que la cesión tiene un ánimo defraudatorio o de ocultación. En suma, se entiende que si la única vía para ceder el derecho de voto es la representación, con independencia del contrato que se establezca como vestidura para la cesión, estaríamos ante un vicio de nulidad de origen, lo que llevaría a plantearse la legitimación del ejercicio del voto de quien es un accionista aparente¹³⁴⁰. En efecto, si el negocio (contrato de préstamo de

¹³³⁸ URÍA GONZÁLEZ, R. / MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. / MUÑOZ PLANAS, J.M., “La junta general de accionistas...”, *op. cit.*, p. 165. Se apreciaba su fundamentación preservación “de las buenas costumbres, en el abuso de derecho o en un deber de fidelidad o lealtad del accionista frente a la sociedad que constituiría una concreción específica del principio general de buena fe, *vid.* GIRON TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*, p. 198-199; DUQUE DOMÍNGUEZ, J., *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos*, p. 51; URÍA GONZÁLEZ, R. / MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A. / MUÑOZ PLANAS, J.M., “La junta general de accionistas...”, *op. cit.*, p. 166.

¹³³⁹ Estrategia conocida como *softparking*, *vid. supra*, capítulo 2.

¹³⁴⁰ MATEU DE ROS CERREZO, R., “La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la ley de sociedades de capital”, *Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo*, 2011, p. 15.

valores o derivados) es nulo, el ejercicio del derecho de voto sería ineficaz. Sin embargo, cabe subrayar que resultará más complejo alegar la falta de legitimidad cuando es el accionista quien ha cubierto el riesgo económico por ser el titular de las acciones. Así las cosas, en el caso de que se consiga acreditar que el contrato tenía por causa atribuir el derecho de voto a quien no tiene interés económico, estaríamos ante un voto no válido, lo que haría posible impugnar el acuerdo en caso de que no supere la prueba de resistencia¹³⁴¹.

Como último remedio, también se ha planteado¹³⁴² la posibilidad de asimilación de los supuestos más graves de *empty voting* a un ejercicio abusivo del derecho del voto en aplicación del art. 7.2 Código Civil; este precepto actúa, en el ámbito societario, integrando los posibles vacíos legales o estatutarios respecto al ejercicio de un derecho de manera contraria a la buena fe¹³⁴³. Por este motivo, dicho precepto puede paliar comportamientos antisociales que provoquen un funcionamiento irregular de los órganos sociales o incluso su paralización¹³⁴⁴. En este sentido, el voto del *empty voter* puede resultar abusivo cuando se aprecie mala fe en su ejercicio, entendiendo con carácter general que el abuso de derecho se produce cuando se ejercita un derecho en el sentido opuesto para el que se otorgó¹³⁴⁵. Así, habría de plantearse hasta qué punto resulta perjudicial el voto del *empty voter* para la sociedad o el resto de accionistas. En particular, se produciría la infracción del deber de fidelidad cuando el votante tiene una posición negativa que conduce a anudar su interés a la caída de las acciones, por lo que

¹³⁴¹ ALONSO UREBA, A., y RONCERO SANCHEZ, A., “Sobre la admisibilidad en derecho español vigente de las operaciones de captación del derecho de voto de accionistas en sociedades cotizadas: solicitud de representación, derivados financieros y compra de votos”, en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A., DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M^a. C., MUÑOZ PEREZ, A. F.(Coords.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013, p. 725-726.

¹³⁴² Así se pronuncian, MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, op. cit.; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío”...”, op. cit. y GIMENO RIBES, M., Derecho de voto, interés social y estrategias en los mercados bursátiles: las situaciones de voto vacío, *La Ley mercantil*, N^o. 13 (abril), 2015.

¹³⁴³ Sobre el abuso de derecho del socio, in extenso, vid. HERNANDO CEBRIÁ, L. *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital: control societario y los abusos de mayoría, de minoría y de igualdad*. Bosch, 2013.

¹³⁴⁴ Como se puede reflejar en una conducta obstruccionista de un accionista minoritario, vid. HERNANDO CEBRIÁ, L. *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital...*, op. cit., p. 251.

¹³⁴⁵ MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity...*, op. cit, p. 212. En concreto en el *empty voting*, FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío” ...”, op. cit. p. 689: *el EV sobrepasa los límites del ejercicio del voto, cuando el socio cuya conducta activa o pasiva (acción u omisión) en relación con los derechos políticos del socio quepa razonablemente esperar un sacrificio jurídicamente relevante del interés social*, p. 689

el ejercicio del voto sería contrario al interés social¹³⁴⁶. En atención a la intensidad del menoscabo del interés social, resulta justificado que sea necesaria la intervención judicial, no siendo preceptivo demostrar que la actuación del *empty voter* es culpable o dolosa sino que es suficiente con la acreditación de que el abuso sea apreciable en atención a las circunstancias en que se produzca¹³⁴⁷. Por lo que respecta a los remedios judiciales¹³⁴⁸ se solicitaría la indemnización de daños y perjuicios causados a la sociedad, lo que será difícil obtener debido a la dificultad para demostrar el efectivo daño del *empty voter* a la sociedad. Asimismo, en conexión con la impugnación, en caso de que el voto del *empty voter* fuere decisivo para la adopción del acuerdo contrario al interés social, podría procederse a la impugnación del acuerdo en aplicación del art. 204. 1 LSC relacionándolo con el art. 7. 2 C. Civil en atención al ejercicio abusivo por el *empty voter* por parte de éste. En último término, cabría plantearse, en aplicación del art. 708 LEC, la exigencia al voto para que vote en determinado sentido o hasta el nombramiento de un representante del socio para que se desbloquee la adopción del acuerdo del votante abusivo si conforma una minoría de bloqueo que impida la adopción de un acuerdo acorde con el interés social¹³⁴⁹.

En definitiva, con anterioridad a la Ley 31/2014, resultaba difícil realizar una interpretación extensiva del art. 190 LSC¹³⁵⁰ que permitiese incluir al *empty voting*. La solución a estos fenómenos que atentaban contra el deber de fidelidad del socio se postergaba a su resolución en sede judicial como un supuesto de ejercicio abusivo del

¹³⁴⁶ MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, op. cit., p. 212. Mientras que GIMENO RIBES, M., Derecho de voto, interés social y estrategias en los mercados bursátiles: las situaciones de voto vacío, *La Ley mercantil*, N.º 13 (abril), 2015, p. 20, lo circunscribe a los supuestos de préstamo de valores, con 0 interés económico, pues considera que el recurso al abuso de derecho se circunscribe a aquellos casos de préstamo de valores, cuya finalidad, es el ejercicio del voto, puesto que se ejercería con el fin de lograr pérdidas para la sociedad, cuando el fin de lucro, es el “objeto social”. El abuso de derecho no se podría aplicar a aquel *empty voter* que recurre a derivados, porque éste preserva el derecho de voto que tiene como accionista, a diferencia del prestatario que obtiene el derecho de voto para votar.

¹³⁴⁷ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío” ...”, op. cit. p. 689. No obstante HERNANDO CEBRIÁ, L. *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital...*, op. cit., p. 249, indica que se ha de acreditar beneficio más daño a la sociedad.

¹³⁴⁸ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío” ...”, op. cit. p. 639 subraya los reacios que son los tribunales a declarar abusivos los acuerdos sociales adoptados por la mayoría y adoptar cualquier decisión que pueda interpretarse como una injerencia en la gestión social o un juicio de oportunidad sobre las decisiones adoptadas”.

¹³⁴⁹ Ibid., p.688-692, en Francia, los arts. 872 y 873 Code de Procedure Civile, admite que el presidente del Tribunal de Comercio nombre a un administrador judicial para que asiste a la junta y vote en favor del acuerdo. que podría ser un tipo de medida cautelar de las consideradas innominadas, tal como señala el art. 727. 11ª LEC, o cautelar sima, 725 LEC.

¹³⁵⁰ En defensa de la extensión a todo tipo de sociedades, vid. MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity...*, op. cit., p. 221 y nota a pie n.º 158.

derecho de voto o a través de la impugnación del acuerdo por contrario al interés social. Se consideraba así que la combinación del deber de comunicación de participaciones significativas con el hecho de la anulación judicial de estos acuerdo viciados de *empty voting* permitirían su neutralización¹³⁵¹. No obstante, también se apreciaban las dificultades para probar que el *empty voter* con su voto quería producir un menoscabo a la sociedad; ello requería probar el ánimo de dañar para que el juez declare anulado el acuerdo por lesivo, todo ello con independencia de que efectivamente se hubiera producido un daño a la sociedad como consecuencia de la adopción del acuerdo¹³⁵². Se puede concluir, pues, que con anterioridad a la Ley 31/2014 en sociedades anónimas cotizadas la discordancia en el tratamiento de conflictos de interés unido a las dificultades probatorias en supuestos de *empty voting* propiciaban la proliferación de conductas antisociales sin mecanismos efectivos de reconversión.

A continuación, se procede a desglosar el estado actual de la regulación del conflicto del interés del socio prestando especial atención a los mecanismos *ex post* y la incidencia del *empty voting*.

3. Examen de la aplicación del deber de abstención del ejercicio del voto a los casos de *decoupling*.

3. 1. El carácter tasado del conflicto de intereses en el art. 190. 1 LSC.

La Ley 31/2014 ha reformado el tratamiento jurídico del conflicto de interés al ampliar la *ratio* del art. 190 LSC extendiendo su ámbito de aplicación a los accionistas de las sociedades anónimas con ciertas diferenciaciones respecto a la sociedad limitada.

El precepto cuenta con una nueva estructura, caracterizada por el tratamiento diferenciado de los conflictos de intereses en función de su gravedad. En el apartado primero se mantiene el deber de abstención del socio o del socio administrador de manera tasada para los casos más graves de conflicto. En particular, en la sociedad anónima, el accionista no podrá votar cuando se trate la transmisión de acciones sujetas a una restricción legal o estatutaria y tampoco en la adopción del acuerdo relativo a su exclusión de la sociedad siempre que la prohibición de voto esté expresamente prevista

¹³⁵¹ ALFARO AGUILA-REAL, J., “Obligación de publicar las participaciones significativas, “propiedad oculta” y “voto vacío”, 16 julio de 2012, disponible en: <http://derechomercantilesparana.blogspot.com.es/2012/07/obligacion-de-publicar-las.html>

¹³⁵² ALFARO AGUILA-REAL, J., “Voto vacío: Las cosas se ponen peor”, 25 agosto 2011, disponible en: <http://derechomercantilesparana.blogspot.com.es/2011/08/voto-vacio-las-cosas-se-ponen-peor.html>

en las cláusulas estatutarias referidas a las restricciones a la libre transmisión o la exclusión¹³⁵³. Tampoco puede votar en relación con los acuerdos relativos a la autorización de liberar de una obligación al accionista, cuando se trate de concederle un derecho, ni cuando se adopte la concesión de cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a favor del accionista. Mientras que como socio administrador tampoco podrá ejercer el voto en relación con el acuerdo relativo a la dispensa de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme al art. 230 LSC. En los supuestos precedentes, el apartado 2 del art. 190 LSC introduce la deducción de las acciones para el cómputo de la mayoría de los votos que en cada caso sea necesaria.

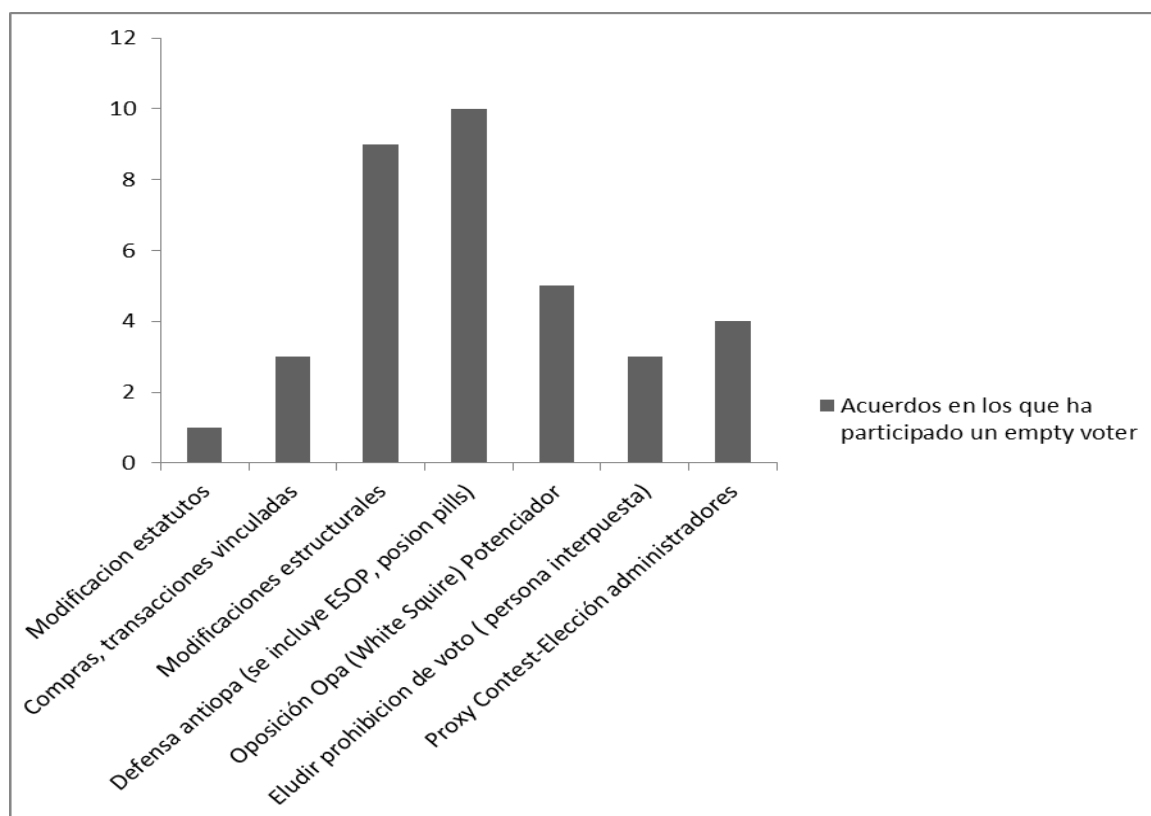
De la interpretación literal del apartado 1 del art. 190 LSC se infiere la dificultad para la incardinación del *empty voting* dentro de alguno de los supuestos tasados que enumera el precepto, pues ninguno de ellos se refiere en concreto a este tipo de disociación. Además, el *empty voting* puede llegar a darse en la votación de cualquier tipo de acuerdo, tal como se constata en el siguiente gráfico¹³⁵⁴. Por ello entendemos que habría

¹³⁵³ Hay que distinguir aquellos acuerdos relativos al contrato de sociedad o son un acto unilateral como son la liberación de la obligación o la concesión de un derecho sobre los que el socio afectado habrá de abstenerse de aquellos otros acuerdos relativos a contratos entre la sociedad y el socio, pero ajenos al contrato de sociedad. En relación a estos últimos acuerdos, el socio afectado puede ejercer el derecho de voto pues se categoriza como conflicto atípico (art. 190. 3 LSC), *vid.* RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”..., *op. cit.*, p. 79.

¹³⁵⁴ Se analizan solo aquellos casos de efectivo *empty voting* basándonos en el estudio realizado por HU, H. T. C. y BERNARD, B. S., “Equity and debt decoupling and Empty voting II...”, p. 661-681, el análisis extenso de las vicisitudes de los casos se recoge en el Capítulo 2º:

- Modificación estatutos: US Global Investors (un *hedge fund* que han llevado prácticas de *empty voting* en contra de la modificación de estatutos están provocando la volatilidad de la acción)
- Compra /RPT: ARAD (Su accionista de control quiere llevar a cabo una transacción vinculada, pone en las acciones en manos amigas via opciones put), Middle Tu Co (Accionista sujeta de la transacción vinculada presta dinero a un amigo para que adquiera acciones y vote a favor de la operación), Telen PLC (Polygon bloquea la adquisición de Telent)
- Fusión: Hewlett Packard (Accionistas de Compaq adquiere posiciones HP para que se lleve a cabo la fusión), Mylan (Pery y Citadel accionistas de King, Mylan lo pretende fusión, adquieren posiciones en Mylan para que se lleve a cabo la fusión, Tribune (Chandler family: en favor de la fusión con Zell)
- Freeze out: Henderson Investment (HF toma una posición con el fin de que no se pueda producir la absorción), Sears Canada (Pretende la freeze out de la filial), Linder Holding KGaA (Linder Holding GmbH el accionista controlado a través del préstamo llega al 95 que le exige el freeze out), Multi-Finelines-Electronix (Freezout por el matriz, un HF se encuentra largo en la matriz y cubierto en filial, vota a favor de la absorción)
- Escisión British land (laxey a favor de la escisión),
- Defensa antiopa (MacMillan/ESOP, Polaroid/ESOP, Dunkin'Donuts/ESOP, NCR/ESOP, UBS/Mod. Estatutaria poison pill, Gucci/ESOP, Quanta Services/ESOP, Euronext (Pool of shares para oponer a la opa propuesta por Deutsche Boerse), Arcelor (pone las acciones de una filial en una fundación holandesa como defensa en contra de la opa de Mittal)
- Oposición Opa-White Squire: Telecom Italia (oponen Pirreli Bid), Hyundai Merchant Marine (Hyundai Elevator pretende mayor control en HMM para bloquear OPA), Deutsche Boerse (Oponentes de la opa de DB sobre LSE), Arcelor (HF que defiende la oferta de OPA de mittal, adquieren posiciones para oponerse a White squire deal de Severstal), Stork (pone acciones en fundación)

que determinar en qué casos el recurso al *empty voting* puede ser contrario al interés social:



En efecto, el hecho de que un accionista (*empty voter*) pretenda forzar la adopción de un acuerdo gracias a la obtención de votos a través del préstamo de valores o derivados financieros, trasladando el riesgo económico asociado a su participación en la sociedad, no tiene por qué ser contrario al interés social o abusivo para el resto de los socios. Entendemos que el *empty voting*, como técnica de influencia accionarial, no se puede tachar de lesiva o abusiva en todo caso pues pueden recurrir a ella, por ejemplo,

-
- Potenciador OPA positiva: P&O Princess (accionistas adquieren una posición mayor para que sea aceptada la oferta de OPA de Carnival)
 - Sortear prohibición de voto: Portugal Telecom (pone las “treasury shares” en Barclays que votará en contra del bidder pero está cubierto de las pérdidas), Hyundai Merchant Marine (Hyundai Elevator en tanto que aparece como holding Company si tiene acciones directamente, por lo que indirectamente le requiere a IXIS bank que las compre y así vota como quiere Elevator), MOL (Compra sus acciones para defenderse de la OPA y la sitúa en manos amigas)
 - Proxy Contest-Elección administradores: Colin Myer (Solom Lew el contestant), Disney(bróker votes reeligen al CEO a pesar de la vote no campaña), CVS Caremark(bróker votes consiguen que se apruebe la reelección del CEO a pesar de la campaña contra el no)
- Impuestos: Estee Lauder (Familia Lauder), Ciber (CEO Bobby Stevenson), EXAR (GWA pretende busca un puesto en el consejo con una posición en su mayor parte cubierta).

inversores cualificados que actúen como “catalizadores” del buen gobierno¹³⁵⁵. En consecuencia no parece razonable exigir un deber de abstención del *empty voter* con carácter general si no que habría que valorar, caso por caso, la existencia de lesión o abuso en sede de impugnación. Como veremos, el hecho de categorizar a las nuevas formas de voto como conflicto atípico (art. 190. 3 LSC) no es inadecuada en todo caso.

No obstante, es cierto que gracias al recurso a las técnicas de disociación se puede forzar la adopción de acuerdos que promuevan acuerdos contrarios al interés social que impacten de manera negativa en la creación de valor al promover decisiones que lo deprecian y de carácter cortoplacista. Nos referimos a los supuestos de *negative voting*, en los que el accionista cubre el riesgo asociado a su participación en la sociedad de tal modo que tiene una posición neta negativa en la sociedad. Este accionista forzará la adopción de acuerdos para obtener beneficios privados que obtiene no sólo de su ejecución (ejemplo, ha combinado inversiones en sociedades relacionadas con el contenido del acuerdo) sino también por la valoración negativa del mercado que provoca un descenso en el precio de cotización de las acciones también se beneficiaría gracias a la cobertura de su posición. En otras palabras, el interés o beneficio de este accionista depende de que descienda el valor de cotización de la acción lo que resulta contrario al interés social en la interpretación dada por el Código de Buen Gobierno¹³⁵⁶ al referirse al mismo como “la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa”. Por este motivo, consideramos que en los casos más graves como es el supuesto de *negative voting*, el accionista ha de abstenerse de ejercer el derecho de voto dado el conflicto inherente a su estrategia. Entendemos que sería necesario contemplar legalmente el deber de abstención del ejercicio del voto de este tipo de accionistas.

Asimismo, consideramos que el apartado primero del art. 190 LSC tampoco se aplicaría a los conflictos indirectos, que pueden ocasionarse cuando se recurre a la *hidden morphable ownership* o al *negative voting*. En primer lugar, con el fin de eludir la prohibición de voto del 190. 1 LSC, es decir, un socio que no puede ejercer el derecho

¹³⁵⁵ Vid. *supra.*, capítulo 2 a este respecto, en particular, GILSON, R. J., y JEFFREY, N.: “The Agency Costs of Agency Capitalism...”, pp. 897-898; DAVIES, P. L., “Shareholders...”, p. 27, ROCK, E. B., “Institutional Investors...”, p. 20.

¹³⁵⁶ Siempre que fuere extensible dicha interpretación a la junta general, tal como analizamos anteriormente, esta interpretación del interés social se refiere a en el marco de los deberes del consejo de administración.

de voto ya se encuentra en conflicto en relación con la adopción de un acuerdo se nutre de los votos informales suficientes a través de la *hidden morphable ownership* donde la parte corta del derivado vota en el sentido que lo hubiera hecho el socio de haber podido ejercitar el voto. O bien, en segundo lugar, aquellos casos también de *negative voting*, en los que el socio participa en dos sociedades y adopta una posición cubierta en una de ellas forzando la adopción de un acuerdo que beneficia sólo a una de las sociedades donde no tiene cubierta su posición.

A la vista de las posibles carencias del precepto como método preventivo de los conflictos más graves de *decoupling*, cuando la solución *a posteriori* puede llegar demasiado tarde¹³⁵⁷, sería preciso proceder al examen de una eventual extensión subjetiva y objetiva del art. 190. 1 LSC para que los casos más graves de *decoupling*, es decir, el *negative voting* y la *hidden morphable ownership* no lleguen a producirse.

3.2. Viabilidad de una interpretación extensiva del art. 190 LSC.

A) Extensión subjetiva del art. 190. 1 LSC a los conflictos indirectos.

Otra de las cuestiones que suscita la reforma es si cabría extender el deber de abstención a los conflictos indirectos, es decir, a aquellos casos en el conflicto de intereses no lo tiene el socio sino una persona relacionada con él, por ejemplo, otro socio, las sociedades del grupo o existe una actuación en concierto¹³⁵⁸. Pudiéndose añadir dentro de este tipo de conflicto los casos de *hidden morphable ownership* siempre que se utilicen como un supuesto de interposición¹³⁵⁹. Así como, aquellos casos en los que el socio tiene una participación en dos sociedades y cubre su posición lo que puede dar lugar a casos de *empty voting*.

¹³⁵⁷ Crítico con que el remedio sea la impugnación, siendo necesario el establecimiento de una regla relativa a la prohibición de voto del *empty voter*, vid. FERRARINI, G., “Prestito titoli...”, *op. cit.*, p. 642.

¹³⁵⁸ SANCHEZ CALERO GUILARTE, J., “Conflicto de intereses en la sociedad de responsabilidad limitada y derecho de voto del socio”, *RDS*, p. 302.

¹³⁵⁹ Entendemos que gracias al recurso a *equity swaps*, aunque el socio no vote, puede conseguir a través de la contratación de equity swaps que la parte corta del derivado vote en el sentido que el accionista determine. En efecto, generalmente la parte corta del derivado procede a cubrir su posición (*delta-hedging*) con las acciones subyacentes. En este caso, aparecen dos conflictos, de un lado, el conflicto indirecto de la parte corta pues vota en el sentido que le indica la parte larga –cuando pesa sobre ella la prohibición de voto–, de otro, el conflicto directo de la parte corta, pues ha neutralizado el riesgo gracias a su estrategia de *delta-hedging*.

En los antecedentes a la reforma, el Tribunal Supremo¹³⁶⁰ determinaba que el régimen del conflicto de intereses se aplicaba a quien ejercitase el derecho de voto con independencia de su condición de socio. Asimismo, la doctrina apuntaba a que si no era posible dicha extensión, era una vía para eludir el cumplimiento de la norma¹³⁶¹. Del mismo modo, la propuesta de Código Mercantil establecía en el artículo 261-63 que “el socio no podrá ejercer, por sí o por representante, el derecho de voto que le corresponda en los asuntos en que tenga, por cuenta propia o de un tercero, un interés en conflicto con el de la sociedad”.

No obstante, la Ley 31/2014 parece haber querido dar un paso atrás al respecto de la extensión del régimen de los conflictos del socio a los conflictos indirectos. En primer lugar, el legislador ha optado en la reforma por no incluir al representante como sujeto obligado al deber de abstención pues en el apartado primero tan solo se utilizaba la expresión “socio”. En segundo lugar, el tenor literal del 190. 3 LSC refuerza la aplicación estricta del deber de abstención al socio pues permite el voto en el resto de los conflictos no contemplados en el apartado primero¹³⁶². En consecuencia, la reforma no evita que proliferen conflictos indirectos que pueden ser agravados gracias al *decoupling*.

¹³⁶⁰ STS 26/12/2012 (RJ 2012, 1255).

¹³⁶¹ La limitación subjetiva del precepto, con anterioridad a la aprobación de la Ley 31/2014, era afirmada entre otros por ESTEBAN VELASCO, G., SANCHEZ CALERO, J.; por su parte, SANCHEZ RUIZ, M., pp. 269, 286-287 señalaba que la prohibición de votar no podría extenderse al representante o usufructuario salvo que se establezca estatutariamente. Por el contrario, COMESAÑA, J., *El deber de abstención...*, *op. cit.*, pp. 249-277 contemplaba varias excepciones pues sí que consideraba extensible la prohibición, por ejemplo, al usufructuario si se veía afectado por el acuerdo, pero no consideraba la extensión del representante si el representado le había dado instrucciones de cómo ejercitar el voto. En cualquier caso, es favorable la extensión subjetiva en la STS de 26 de diciembre de 2012, (...), fundamento derecho 8: el deber de abstención es aplicable tanto si el conflicto de intereses existe respecto del socio como si existe respecto de la persona que ejercía en concreto el derecho del voto (...). Lo relevante es que no puede intervenir en una decisión sobre un asunto (su dispensa como administrador de la prohibición de competencia), quien detenta el interés extrasocial en conflicto con el interés social, *vid. in extenso*, FAYOS FEBERER, J., “El conflicto de intereses y la extensión subjetiva del deber de abstención en el voto a persona distinta del socio”, *RDM*, n° 288, abril junio 2013, pp. 479-493 que concluye la necesidad de que el legislador se hubiera pronunciado a ese respecto pues sería una vía para no aplicar la norma, además de la posible inclusión de la prohibición al socio cuando actúa como representante como así ocurre en Portugal (251 CSC) o Alemania (en la sociedad limitada 47 GmbHG aunque no hace referencia al representante que no sea socio). En el mismo sentido, RDGRN 16-102000 o la SAP 12. 2. 2010.

¹³⁶² En este sentido, *vid.*, RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”..., *op. cit.*, p. 81; EMBID IRUJO, J. M., Los supuestos de conflicto de interés con privación del derecho de voto del socio en la Junta General (art. 190.1 y 2 LSC) en AA. VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, Aranzadi, 2016, p. 102. Admitiendo la extensión del conflicto al representante, *vid.*, VIVES RUIZ, F. “Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil”, *RDBB*, Año n° 34, N° 137, 2015, p. 46, BIB 2015\613.

B) Extensión objetiva de los deberes de abstención del art. 190. 1 LSC.

La ampliación del ámbito de aplicación del precepto a todas las sociedades de capital ha cerrado el debate en relación a la exigencia del deber de fidelidad del socio en la sociedad anónima, pues ya no estamos ante un deber fáctico de abstención en sociedades anónimas sino ante un deber legal en los supuestos tasados. Sin embargo, sería necesario plantearse si sería posible la extensión del deber de abstención a otros supuestos de conflicto de interés como, por ejemplo, en el caso del *negative voting*.

El tenor del artículo del apartado 1 del art. 190 LSC parece dificultar la posible interpretación extensiva del deber de abstención a otros supuestos similares a los enumerados en el referido apartado puesto que se trata de una prohibición de carácter específico prevista sólo para supuestos tasados¹³⁶³. El fundamento en última instancia descansa en el hecho de que el derecho de voto se otorga al socio en función a su participación en el capital social, en consecuencia, la privación de un derecho inherente a la condición de socio ha de ser determinada por ley. Sin embargo, la DGRN parece reconocer, aunque de manera indirecta, la posibilidad de la extensión a otros supuestos análogos de contraposición de intereses entre el socio y la sociedad pero no entre

¹³⁶³ EMBID IRUJO, J.M., “Conflictos de intereses atípicos en la reforma de la LSC” en *Rincón de Commenda*, 08/08/14, disponible en: <http://www.commenda.es/rincon-de-commenda/conflictos-de-intereses-atipicos-en-la-reforma-de-la-lsc/> al respecto de los conflictos atípicos se aprecia que sí podrían delimitarse en base a la autonomía de la voluntad aunque no sería posible privar del ejercicio del derecho de voto: “De entrada, nada parece impedir que los estatutos delimiten, con la precisión debida, variados supuestos de conflictos de intereses de sus socios; habrán de ser obviamente distintos de los tipificados legalmente y deberán describir situaciones de auténtico conflicto, es decir, de contraposición sustancial, y no aparente, entre el interés particular del socio y el interés social; al mismo tiempo, el efecto jurídico de tales situaciones conflictivas no podrá consistir en la privación del derecho de voto al socio afectado, ya que, como resulta notorio, esta materia resulta indisponible para la autonomía de la voluntad. Sí cabrá, en cambio, fijar otros efectos, seguramente sancionatorios, en el caso de que el socio en conflicto emita su voto, sin que haya problema alguno de compatibilidad con la posible impugnación del acuerdo, en los términos antes indicados.” También debido a que es un método de protección de la minoría, *vid.* SANCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, p.29. En este sentido se manifestó la RDGRN en el 16 de octubre de 2000. Si bien es cierto la jurisprudencia sí hizo una interpretación extensiva se refería a los sujetos pero no a los supuestos que pudiera aplicarse, como RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”, *op. cit.*, p. 73 , señala la SAP Tenerife 27/11/2006-...”La interpretación restrictiva viene exigida por el principio que atribuye al socio el poder de decidir sobre los asuntos sociales en función de su participación en el capital, sin que se le deba privar del derecho a defender sus intereses en la sociedad, salvo en los casos expresamente tipificados. Pero también por el apartado 190. 3 LSC , En línea con los pronunciamientos anteriores a la reforma del precepto que lo consideraban de carácter imperativo. En línea con los pronunciamientos anteriores a la reforma del precepto que lo consideraban de carácter imperativo SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Algunos cambios en la regulación de la junta general en el Informe de la Comisión de Expertos (y en el Anteproyecto de Ley de Modificación de la LSC) en IBAÑEZ JIMENEZ, J. (Dir.), *Comentarios a la reforma del régimen de la junta general de accionistas en la reforma del buen gobierno de las sociedades*, Thomson-Civitas, 2014, p. 75.

mayorías y minorías¹³⁶⁴. De cualquier manera, en nuestra opinión, los supuestos de *decoupling* no guardan tal proximidad funcional con los casos que enumera el apartado primero el art. 190 LSC¹³⁶⁵ para que fuera posible su aplicación a estos casos, aparte de que, como se ha señalado, sería necesario trazar una línea de separación entre los casos de *decoupling* que requieren abstención en el ejercicio del voto y los que no.

Vedada la aplicación por analogía del precepto, habría que examinar la posibilidad de introducir por vía estatutaria otros supuestos de prohibición de voto. A este respecto, como se ha analizado anteriormente¹³⁶⁶, ya se había planteado dicha posibilidad tanto por la doctrina como por la jurisprudencia. La inclusión estatutaria de nuevas prohibiciones de voto no estaría ni infringiendo la ley ni tampoco los principios configuradores del tipo social tanto en sociedad limitada como en la sociedad anónima¹³⁶⁷. Es más se aduce como ventaja que la impugnación de acuerdos sociales previstos de manera estatutaria encaja con las motivaciones de la impugnabilidad del art.

¹³⁶⁴ Dirección General de los Registros y del Notariado (Mercantil) Resolución núm. 4119/2015 de 16 marzo. RJ 2015\1589 Fundamento Jurídico 2: lo cierto es que no puede estimarse el recurso, pues la norma que prohíbe al socio ejercer el derecho de voto correspondiente a sus participaciones cuando se trate de adoptar determinados acuerdos en los que existe conflicto de intereses (los específicamente establecidos en el artículo 190.1 de la Ley de Sociedades de Capital, entre ellos, siendo administrador, el acuerdo se refiera a la dispensa de la prohibición de competencia) no resulta aplicable a la separación de administrador (o del liquidador –vid. artículo 375.2 de la misma Ley–) por no estar incluido en tal prohibición y no existir en tal caso propiamente contraposición de intereses con la sociedad sino entre los socios, esfera ésta en la que debe jugar el principio de mayoría para decidir sobre el órgano de administración –o el liquidador–. Por ello, la presidenta no puede deducir del capital social para el cómputo de la mayoría necesaria las participaciones del socio administrador o liquidador al que se pretenda separar, de modo que de la misma acta notarial de la junta resulta que existe empate en la votación del acuerdo de separación debatido y no se puede tener como aprobado. Cuestión distinta es que se pueda impugnar el acuerdo adoptado con el voto del socio liquidador para que en el procedimiento judicial correspondiente, a la vista de las pruebas aportadas por las partes, el juez declare procedente la anulación si es que se trata de un acuerdo lesivo para el interés social, conforme al artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital.

¹³⁶⁵ Con la regulación anterior se había aludido la asimilación del *empty voting* en general a la asistencia financiera en tanto en cuanto la ventaja que le reporta cubrir su posición en la sociedad, que no era compartida por todos, v. A favor FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío” ...”, *op. cit.*, En contra ALFARO AGUILA-REAL, J., “La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital (V), 27 de junio de 2014, disponible en: <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2014/06/la-reforma-del-gobierno-corporativo-de-27.html>”; GIMENO RIBES, M., Derecho de voto, interés social y estrategias en los mercados bursátiles: las situaciones de voto vacío, *La Ley mercantil*, Nº. 13 (abril), 2015: “No es ningún de los elementos enumerados taxativamente en el art. 190 LSC, además únicamente sería útil para la SL, donde resulta menos habitual estas prácticas”.

¹³⁶⁶ *Vid. supra*,

¹³⁶⁷ En relación a la flexibilidad en el derecho de voto y la admisión de cláusulas estatutarias que lo modulen, *vid.*, SANCHEZ RUIZ, M., Conflictos de intereses..., *op. cit.*, pp. 346, y nota a pie de página 120. Precisamente, al respecto del *empty voting*, CARRASCO PERERA, *Tratado del abuso de derecho...*, *op. cit.*, p. 132-133, propone como solución la introducción de cláusulas de blindaje para la protección de la sociedad del cortoplacismo ya que el *empty voter* puede votar.

204. 1 LSC (“ley o estatutos”) en las que no es necesario probar la lesión al interés social, a excepción del resto de conflictos del 190.3¹³⁶⁸.

Ahora bien, quienes sostienen posiciones contrarias a dicha posibilidad se argumenta el carácter estricto de las prohibiciones de voto lo que impide la extensión de la prohibición de voto estatutariamente¹³⁶⁹. Dicha interpretación se ve reforzada con el tenor literal de del apartado 3 del art. 190 LSC pues autoriza el ejercicio del voto en el resto de supuestos: “ En los casos de conflicto de interés distintos de los previstos en el apartado 1, los socios no estarán privados de su derecho de voto”. No obstante, no impide que se concreten estatutariamente cuáles son los conflictos atípicos aunque su concreción no puede añadirse la prohibición del voto¹³⁷⁰. Hasta el momento, ni la jurisprudencia ni la DGRN han interpretado el precepto en cuestión; la práctica tampoco nos ofrece estatutos que incluyan otros tipos de conflicto que impidan el ejercicio del voto ya que las últimas reformas de los estatutos de sociedades del Ibex 35 se han limitado a la incorporación de la redacción del art. 190 LSC. Por estas razones, no podemos afirmar categóricamente que sea posible introducción a través de los estatutos de la prohibición del voto del *negative voter* si nos atenemos a la interpretación literal del 190. 3 LSC. La *vis atractiva* del cajón de sastre que supone dicho apartado hace necesario un replanteamiento del tratamiento de los conflictos en nuestro ordenamiento con el fin de implantar las necesarias salvaguardas para que los supuestos más graves de *decoupling* no se produzcan¹³⁷¹.

3. 3. Incardinación del *empty voting* como conflicto atípico.

¹³⁶⁸ SANCHEZ RUIZ, M., “Perspectivas de reforma en la regulación de los conflictos societarios”, *op. cit.*, p. 927.

¹³⁶⁹ Respecto a la imposibilidad de la ampliación objetiva estatutaria de los supuestos de abstención en relación con la modificación del 190 LSC, vid., VIVES RUIZ, F. “ Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil”, *RDBB*, Año nº 34, Nº 137, 2015 (debido a la redacción del 190. 3 LSC), RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses” ..., *op. cit.*, p. 73; EMBID IRUJO, J.M., “Conflictos de intereses atípicos...”, *op. cit.*; GALLEGU CORCOLES, E, p. 368, IRRIBARREN , p. 437. En relación con la adopción de la cesión global de activo y pasivo y el conflicto del socio considerando que el 190.3 no permite la inclusión de nuevos supuestos de abstención aunque sí la concreción de los supuestos del 190. 1 LSC, en particular, al respecto de la concesión de un derecho., vid. GALLEGU LANAU, M., “El conflicto de intereses en la cesión global de activo y pasivo a favor del socio mayoritario de la sociedad cedente”, *RDS*, Nº 46, 2016, págs. 193-236.

¹³⁷⁰ A este respecto, en favor de la posibilidad de concretar cuáles son los supuestos atípicos, vid. EMBID IRUJO, J.M., “Conflictos de intereses atípicos...”, *op. cit.*

¹³⁷¹ En línea con los partidarios de la regulación del *decoupling* a través en función de la gravedad de la estrategia que se analizará más adelante, vid. *infra*.

La justificación que subyace en relación a la admisión del ejercicio del voto en los conflictos atípicos, ordinarios o residuales¹³⁷² obedece al principio mayoritario, ya que privar del voto al socio mayoritario en cualquier tipo de conflicto puede provocar que los acuerdos no se adopten en la junta general, lo que atentaría contra la estructura de la sociedad. En estos casos, la única vía para la solución conflictual y conseguir la prevalencia del interés social sobre el interés particular del socio es la impugnación del acuerdo.

El legislador no concreta estos conflictos, lo que ha llevado a calificarlos de conflictos atípicos¹³⁷³. Los jueces estarán llamados a jugar un relevante a la hora de determinar cuáles son los conflictos menos graves¹³⁷⁴.

De un lado, se incluyen los conflictos posicionales del socio¹³⁷⁵, es decir, aquellos que afloran como consecuencia de la posición orgánica o institucional de éste en la sociedad que se manifiestan en la adopción de “los acuerdos relativos al nombramiento, el cese, la revocación y la exigencia de responsabilidad de los administradores y cualesquiera otros de análogo significado”. En estos casos, se les aplica el régimen general de impugnación, el demandante tendrá que acreditar el perjuicio al interés social. En relación a los conflictos “de análogo significado” la doctrina entiende que el legislador se refiere a aquellos acuerdos relacionados con la posición del socio en la estructura de la sociedad, es decir, como liquidador, presidente o secretario de la junta general. A su

¹³⁷² Entre la categorización de los conflictos, RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses” ..., *op. cit.*, p.83, alude a “conflictos ordinarios” en tanto que considera que la regla general es que el socio en conflicto puede votar, a excepción de los supuestos tasados en el art. 190. 1 LSC, p. 83. Mientras que LOPEZ SANCHEZ, M. A, “ Los supuestos de conflicto de intereses sin privación del derecho de voto: la distribución de la carga de la prueba en caso de impugnación de los acuerdos sociales (art. 190.3 LSC)” en AA. VV., *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada*, Aranzadi, 2016, p. 131, los denomina conflictos residuales.

¹³⁷³ EMBID IRUJO, J.M., “Conflictos de intereses atípicos en la reforma de la LSC” en *Rincón de Commenda*, 08/08/14, disponible en: <http://www.commenda.es/rincon-de-commenda/conflictos-de-intereses-atipicos-en-la-reforma-de-la-lsc/>

¹³⁷⁴ ALFARO AGUILA-REAL, J., “ La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital (V), 27 de junio de 2014, disponible en: <http://derechomercantilesmana.blogspot.com.es/2014/06/la-reforma-del-gobierno-corporativo-de-27.html>; USANDIZAGA USANDIZAGA, P., “Conflicto de intereses y derecho de voto en la junta general” en AA.VV. *Reforma de las sociedades de capital y mejora del gobierno corporativo*, RJC, 2015, p. 45.

¹³⁷⁵ MATEU DE ROS CERREZO, R., *Práctica de gobierno corporativo...*, *op. cit.*, p. 37. Es razonable que el socio pueda votar pues este tipo de acuerdos únicamente afectan a su situación en la sociedad, al igual que ocurre con el administrador, que no está sometido al deber de abstención en el 228 C LSC.

vez, también se considera incardinable en este grupo aquellos supuestos en los que la junta general imparte instrucciones en asuntos de gestión (art. 161 LSC)¹³⁷⁶.

Por lo que se refiere al resto de conflictos atípicos calificados por la Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo como “transaccionales¹³⁷⁷”, el apartado 3 del 190 LSC establece una presunción de infracción del interés social basada en el *entire fairness test* norteamericano. Como resultado de su aplicación, si el demandante tiene la condición de socio, tan solo tendrá que acreditar el conflicto de interés; mientras que la sociedad y, en su caso, el socio o socios afectados por el conflicto tendrán que romper dicha presunción y probar que el acuerdo es conforme al interés social¹³⁷⁸.

Respecto a los acuerdos a los que se aplica esta presunción, se encuentran aquellos relativos a operaciones vinculadas¹³⁷⁹. A pesar de que la competencia para llevar a cabo estos negocios es de los administradores dentro del marco de sus competencias de gestión y representación (art. 209 y 234 LSC), la junta ha podido intervenir en dicho acuerdo, bien porque se refiera a la transmisión de un activo esencial a una sociedad (arts. 160 F y 511 LSC), porque así haya sido dispuesto estatutariamente (160 I LSC) o haya impartido instrucciones al órgano de gestión en virtud del art. 161 LSC¹³⁸⁰.

¹³⁷⁶ Se excepciona el acuerdo relativo a la retribución pues no se incluye estrictamente como conflicto posicional, vid. RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”..., *op. cit.*, p. 87, asimismo, LOPEZ SANCHEZ, M. A., “ Los supuestos de conflicto de intereses...”, *op. cit.*, p. 136-138 parece excepcionar de los conflictos posicionales cuando el socio presenta un interés extra social en modificaciones estructurales aunque la impugnabilidad dependerá su éxito de que se establezca una medida cautelar para evitar la inscripción registral.

¹³⁷⁷ COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO, *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas*, 2013, p., 22: «3. En los casos de conflicto de interés distintos de los previstos en el apartado 1, los socios no estarán privados de su derecho de voto. No obstante, cuando el voto del socio o socios incurso en conflicto haya sido decisivo para la adopción del acuerdo, corresponderá, en caso de impugnación, a la sociedad y, en su caso, al socio o socios afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social. Al socio o socios impugnantes les bastará con acreditar la existencia de conflicto de interés. De esta regla se exceptúan los acuerdos relativos al nombramiento, revocación y exigencia de responsabilidad de los administradores y cualesquiera otros de análogo significado en los que el conflicto de interés no sea transaccional, sino meramente posicional»

¹³⁷⁸ La existencia del conflicto implica una “reducción de legitimidad de su poder de decisión” por lo que se ha de probar que la modificación del contrato social es en interés común de todos los socios, vid. ALFARO AGUILA-REAL, J., “ La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital (V), 27 de junio de 2014, disponible en: <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2014/06/la-reforma-del-gobierno-corporativo-de-27.html>

¹³⁷⁹ es decir, negocios jurídicos entre la sociedad y el socio a éste siempre que acarreen obligaciones para la sociedad o la transmisión onerosa de bienes, salvo los que se recojan en las letras d y e del apartado 1 del art. 190 LSC

¹³⁸⁰ *In extenso*, vid., LOPEZ SANCHEZ, M. A., “ Los supuestos de conflicto de intereses...”, *ob. cit.*, p. 139.

La inclusión del *empty voting* como conflicto transaccional¹³⁸¹, como hemos indicado no es la mejor solución al no distinguir los casos más graves cuya posición conflictual intrínseca pone en tela de juicio la postergación de su solución en sede de impugnación en el supuesto de que el voto fuera determinante. En efecto, el demandante contará con la dificultad para probar la existencia del conflicto si no se adoptan las cautelas propuestas en relación a la transparencia sobre la posición real del accionista antes de la celebración de la junta a lo que se hizo referencia anteriormente¹³⁸².

También se encuentran incluidos los conflictos transaccionales indirectos¹³⁸³, es decir, aquellas operaciones entre la sociedad y un tercero que tenga una vinculación con el socio¹³⁸⁴. A este respecto, resulta ilustrativa la posible adopción de una operación entre dos sociedades, en las que el socio está presente en ambas y recurre al *negative voting* en una de las sociedades con el fin de beneficiarse en ambas de la adopción de la operación, tal como se perpetró en *Perry Milan*¹³⁸⁵. A su vez, se incluirían aquellos supuestos en los que un sujeto se le otorga el derecho de voto a pesar de que no sea el socio, como sucede en la prenda o el usufructo¹³⁸⁶. En esta misma línea, se podría añadir la tenencia indirecta de acciones, en los que el inversor último es quien se encuentra en conflicto o hasta los supuestos de *hidden morphable ownership* como tenencia indirecta de *facto*.

3. 4. Consideraciones finales.

De todo lo expuesto se desprende que la Ley 31/2014 consigue parte de su cometido pues se extiende a la sociedad anónima el régimen de conflicto de intereses del socio previsto anteriormente para las sociedades de responsabilidad limitada. Aunque el Informe de la Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo destaca que la reforma

¹³⁸¹ Son varias las referencias al *empty voting*, su falta de regulación y relegación al apartado 3 del art. 190 LSC tanto en el Informe de Expertos en Gobierno Corporativo como en la Ley 31/2014 por lo que se admite el voto en todo caso en estas situaciones de conflicto, *vid.* ALFARO “La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital VI”, disponible en <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2014/06/la-reforma-del-gobierno-corporativo-de-9312.html>; HERRERO, MORANT, R., “La cesión del derecho de voto en la sociedad cotizada. (A propósito de la Sentencia núm. 608/2014 del Tribunal Supremo, Sección 1, Sala de lo Civil, de 12 de noviembre de 2014)”, RMV, nº15, p. 31, 2014; RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”..., *op. cit.*, p. 70, CARRASCO PERERA, *Tratado del abuso de derecho*..., *op. cit.*, p. 699-700.

¹³⁸² *Vid. supra*. Capítulo 2.

¹³⁸³ Sobre la definición de conflicto de intereses indirecto: *vid. supra. en este capítulo*.

¹³⁸⁴ RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”..., *op. cit.*, p. 81

¹³⁸⁵ *Vid. Supra*, Capítulo 2.

¹³⁸⁶ SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses*..., *op. cit.*, pp., 270-277.

toma una postura intermedia con respecto a la propuesta de Código Mercantil en ciertos aspectos no lo es tanto desde nuestro punto de vista.

En primer lugar, entendemos que hubiera sido conveniente haber aprovechado la ocasión no solo para ampliar el régimen a todas las sociedades de capital sino también para la inclusión de un nuevo supuesto de abstención que aunque no ataque directamente al *decoupling*¹³⁸⁷ sí neutralice. al menos, la participación del socio en acuerdos en los que es probable que para forzar su adopción el socio recurrirá al *decoupling*. Con anterioridad a la reforma se había planteado, precisamente, la inclusión de la abstención del socio con interés tanto en condición de socio como en condición de tercero¹³⁸⁸, se pensaba que de ese modo se reduciría la aparición de supuestos de *hidden morphable ownership* en los que la parte corta del derivado (el accionista) votara como le instruye la parte larga que permanece oculta, así como también de *negative voting* en los que el socio contrate con la sociedad o sea socio de una sociedad contraparte de una operación con la sociedad respecto de la cual el socio tiene el riesgo de su posición cubierta. En este sentido, la propuesta de Quinta Directiva establecía el deber de abstención tanto del socio como de su representante para los casos en los que se dirimía la celebración de un contrato entre la sociedad y el socio. En igual sentido, el *Código das Sociedades Comerciais* portugués prohíbe el voto de los accionistas cuando el acuerdo a adoptar establezca una relación contractual diferente al contrato de sociedad¹³⁸⁹.

¹³⁸⁷ Dadas las dificultades para concretar los supuestos de conflicto en el *empty voting*.

¹³⁸⁸ COMESAÑA, J., *El deber de abstención...*, op. cit., p. 107, limitaba los supuestos a aquellos en los que generasen “una relación conflictual insuperable entre interés social e interés extrasocial”, p. 113, prescindiendo por lo tanto de los conflictos entre socios. A este respecto, sobre la no posible inclusión conflictos mayoría y minoría pero sí otros conflictos: Dirección General de los Registros y del Notariado (Mercantil) Resolución núm. 4119/2015 de 16 marzo. RJ 2015\1589 Fundamento Jurídico 2: (...) el acuerdo se refiera a la dispensa de la prohibición de competencia) no resulta aplicable a la separación de administrador (o del liquidador –vid. artículo 375.2 de la misma Ley–) por no estar incluido en tal prohibición y no existir en tal caso propiamente contraposición de intereses con la sociedad sino entre los socios, esfera ésta en la debe jugar el principio de mayoría para decidir sobre el órgano de administración –o el liquidador–.

¹³⁸⁹ 384. 6 - *Um accionista não pode votar, nem por si, nem por representante, nem em representação de outrem, quando a lei expressamente o proíba e ainda quando a deliberação incida sobre:*

a) *Liberção de uma obrigação ou responsabilidade própria do accionista, quer nessa qualidade quer na de membro de órgão de administração ou de fiscalização;*
b) *Litígio sobre pretensão da sociedade contra o accionista ou deste contra aquela, quer antes quer depois do recurso a tribunal;*
c) *Dstituição, por justa causa, do seu cargo de titular de órgão social;*
d) *Qualquer relação, estabelecido ou a estabelecer, entre a sociedade e o accionista, estranha ao contrato de sociedade.*

En segundo lugar, la reforma ha supuesto un retroceso respecto a la interpretación que el Tribunal Supremo había hecho del conflicto de interés en la STS 608/2014 que admitió cláusulas estatutarias de suspensión de voto específicas. En efecto, el art. 190. 3 LSC parece impedir una interpretación extensiva de los supuestos de abstención por conflicto de intereses y limita la autonomía estatutaria para determinar otros conflictos de interés en la sociedad anónima. Como resultado, nuestro ordenamiento permite que se lleve a cabo el *empty voting* en todas sus variantes, y aunque si bien es cierto que éste puede ser una herramienta de buen gobierno pues puede conseguir la reactivación de la junta al trasladar los votos de accionistas pasivos a inversores informados. También lo es que al no exigir el deber de abstención en los casos más graves de *empty voting* puede acarrear un impacto negativo en la creación de valor y su relegación a una solución *ex post* vía impugnación del acuerdo puede ser insuficiente. Por esta razón, es evidente que la aproximación al conflicto de intereses realizada en la Propuesta de Código Mercantil resultaba más apropiada¹³⁹⁰ pues ampliaba el ámbito subjetivo del conflicto al representante y prescindía del sistema de supuestos tasados de abstención sustituyéndolos por una cláusula general de abstención. Hubiera permitido concretar así estatutariamente el deber de abstención en supuestos de *negative voting*¹³⁹¹.

A la vista de estas consideraciones, el régimen de conflicto de intereses del socio instaurado tras la reforma no evita ni reduce el *decoupling*. Aplazar la solución de las situaciones conflictuales que pueden darse a la impugnación de los acuerdos adoptados por junta puede ser demasiado tarde puesto que la depreciación del valor de la compañía en los casos más graves ya se habría producido. Como posteriormente se estudiará, se necesita reforzar las medidas preventivas para evitar que lleguen a materializarse en la junta los casos más graves.

¹³⁹⁰ La Comisión de Expertos considera que ninguna de estas fórmulas resulta adecuada. La primera peca por exceso porque conduce a generalizar de manera indiscriminada a todos los casos una solución prohibitiva, que tiene poco sentido en los conflictos meramente posicionales. No hay razón, en efecto, que justifique que el socio mayoritario no pueda votar cuando la minoría plantea, por ejemplo, su revocación como administrador. Tampoco está claro que sea adecuada en relación con las modificaciones estructurales y, en general, con las decisiones que afectan al contrato de sociedad. La segunda peca por defecto, ya que pasa por alto un elemento clave para garantizar el buen gobierno corporativo en el seno de las sociedades anónimas, tanto cotizadas como no cotizadas. En este contexto, la Comisión de Expertos considera que debe plantearse una vía intermedia”, vid. COMISIÓN DE EXPERTOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO, *op. cit.*, p. 20.

¹³⁹¹ Posteriormente, se procederá a examinar las distintas alternativas que señala la doctrina para la incorporación de un sistema preventivo para los supuestos más graves del *decoupling* y se examinará su vías para su incorporación a nuestro ordenamiento, *vid. infra*.

4. La postergación de la solución del *decoupling* a la estimación de la impugnación.

La modificación del régimen de impugnación de acuerdos por la Ley 31/2014 tiene especial relevancia para nuestro objeto de estudio. En lo que sigue, se analizará los aspectos de la reforma que son esenciales para nuestra investigación, valorando la idoneidad de la impugnación para la solución de los supuestos adversos de *decoupling* y las posibles carencias del mismo.

4. 1. La causa legal de impugnación: la vulneración al interés social.

A) La lesividad de los acuerdos viciados de *decoupling*, en particular el *negative voting*.

La Ley 31/2014 amplía las causas de impugnación de los acuerdos sociales que se prevén en el art. 204. 1 LSC al incluir los acuerdos que sean contrarios al reglamento de la junta de la sociedad y aquellos que se impongan de manera abusiva por la mayoría en perjuicio de la minoría. Asimismo, el apartado tercero del precepto señala los acuerdos inimpugnables por el carácter no esencial o insignificante del motivo de impugnación que se resolverá mediante cuestión incidental previa¹³⁹².

La causa de impugnación de un acuerdo viciado *decoupling* ha de partir recordando la incidencia de este tipo de disociaciones en la junta general. En este sentido, el *empty voting* se puede considerar una estrategia *low cost* de influencia en la medida en que puede proporcionar los votos suficientes para la adopción de un acuerdo sin tener que recurrir a la compra de acciones. Asimismo, puede utilizarse como una vía de interposición y conseguir los votos suficientes de manera indirecta para adoptar un acuerdo cuando pesa sobre el socio el deber de abstención gracias a la *hidden morphable ownership*.

¹³⁹² Ha sido criticado el procedimiento para dirimir la impugnabilidad de acuerdo, pues presentada la demanda se determina la procedencia de la impugnación en atención a la motivación –votos nulos– son de carácter determinante para la adopción del acuerdo a través de la cuestión incidental previa, lo que ha sido criticado pues se considera que en determinados casos “supone prejuzgar sobre la decisión final estimatoria o no de la impugnación en ciertos casos, v. a este respecto, QUIJANO GONZALEZ, J., “La reforma del régimen de impugnación de acuerdos sociales: aproximación a las principales novedades” en AA.VV. *El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capita*, Colegio Notarial de Madrid, 2015. En contra, aquellos que consideran que no implica que se haya dejado un “ángulo muerto” a la tutela judicial pues, si que hay tutela judicial para el acuerdo impugnado, también para el inimpugnado, en parte, a través de la cuestión incidental, v. ALVAREZ SANCHEZ DE MOVELLAN, P., *Estudios sobre el proceso de impugnación de acuerdos sociales*, Dykinson, 2015, p. 88.

Como no pesa sobre aquellos que recurren al *decoupling* un deber de abstención legal en virtud del art. 190. 3 LSC, no cabría su incardinación bajo la causa de la contravención de la ley¹³⁹³. Entendemos también que los votos obtenidos gracias al préstamo de valores o derivados no se ejercitan en fraude de ley (art. 7. 1 CC), pues se prevé la transferencia temporal de la acción a través del préstamo de valores así como no está prohibido recurrir a la cobertura de la posición en un derivado con el activo subyacente, en este caso acciones que confieren derecho de voto¹³⁹⁴.

Por el contrario, consideramos que el acuerdo puede ser contrario al interés social pues la mayoría, obtenida gracias al *decoupling*, puede forzar la adopción de un acuerdo en este sentido. Que un accionista acuda a derivados equity o al préstamo de valores puede ser un indicio de una potencial lesión al interés social, aunque también, la potencia de voto que obtiene adicionalmente puede ser usada para forzar la adopción de acuerdos que no sean perjudiciales para el interés social. No obstante, en el caso más grave tal como es el *negative voting*, ya no estaríamos ante una potencial lesión, pues quienes recurren a estas técnicas buscan a través de una estrategia basada en el corto plazo, forzar la adopción de acuerdos contrarios al interés social que impacten negativamente en el valor de cotización de las acciones de la sociedad. En efecto, en el caso de que se adopte el acuerdo, este tipo de inversores recibe no solo los beneficios privados que puedan extraer de la adopción del acuerdo sino que también se ven favorecidos por el

¹³⁹³ En caso de que se admitiera la extensión subjetiva del deber de abstención, entonces, determinados acuerdos viciados de *decoupling* se reconducirían a una impugnación basada en la ilegalidad del acuerdo por contravenir las normas relativas a la adopción de los acuerdos, en particular, por incumplir el deber de abstención recogido en el 190. 1 LSC. Esto podría suceder en los casos de *hidden morphable ownership*, es decir, el socio en conflicto no vota directamente las acciones sino que recurre a la interposición que le brinda la innovación financiera, consiguiendo que la parte corta del derivado vote en el sentido que lo hubiera hecho el socio en conflicto –parte larga del derivado-. En el caso de que fuera la sociedad recurriese a esta técnica de interposición –como sucede en la experiencia comparada mediante el recurso a ESOP o fundaciones-, se entiende que el voto sería nulo susceptible de impugnación en virtud del régimen de acciones propias, en particular, el art. 156 LSC. En cualquiera de los dos casos, tendrían que superar la prueba de resistencia del art. 204. 3 D).

¹³⁹⁴ Como ya se ha considerado nuestra posición, entendemos que el préstamo de valores y los derivados equity son contratos válidos, que uno de sus efectos, es la disociación del riesgo de la inversión y, en algunos casos, como en el préstamo o el swap, los dividendos. En este sentido, resulta cuestionable la idoneidad de la incardinación de la impugnación contravienen el art. 90 LSC, por ello no se podría impugnar en base a dicha causa, vid. en este sentido, FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”, p. 683. No obstante, ALONSO UREBA, A., y RONCERO SANCHEZ, A., “Sobre la admisibilidad...”, p. 726., examinan la impugnación en virtud de la contravención del art. 6. 4. C. C, es decir, estos contratos obedecen a una causa lícita al pretender la compra de votos, aunque resulta cuestionable dicha afirmación, si es el accionista quien recurre a estas técnicas, salvo que se demuestre la atribución del voto sin riesgo económico.

impacto negativo en el precio de cotización de la acción gracias a la posición neta negativa en la sociedad¹³⁹⁵.

En este último caso, el demandante en virtud del art. 217.2 LEC tendrá que probar, en primer lugar, la efectiva o potencial lesión al interés social¹³⁹⁶. El precepto no concreta qué se entiende por interés social, siendo la jurisprudencia la que ha delimitado caso por caso su contenido. Se aprecia el seguimiento de la concepción contractual del interés social por el Tribunal Supremo al haberse referido al mismo como “el interés común de los socios”¹³⁹⁷ o como sumatorio de los intereses de todos los socios¹³⁹⁸. Se acredita también esta postura desde el *soft law*¹³⁹⁹, que tal como se ha señalado anteriormente, es una concepción contractual abierta al procurarse la conciliación del interés social con otros intereses. Entendemos que un acuerdo que se adopte gracias al voto determinante del *negative voter* es contrario al interés social pues, a diferencia del resto del accionariado, promueve la adopción de acuerdos que tienden a impactar negativamente en el precio de cotización de la acción. Siguiendo la definición de interés social en el Código de Buen Gobierno, estos acuerdos son contrarios a la creación de valor pues persiguen su depreciación¹⁴⁰⁰. En segundo lugar, el demandante ha de probar el

¹³⁹⁵ En esta misma línea, COHEN, J., “*Negative voting...*”, p. “*Negative voters have much more incentive to extract private benefits from the firm than do non-negative empty voters. This is true because a negative voter profits both from the private benefit that it obtains –as non-negative empty voter would– and from any reduction in share price that results from this extraction*”. Entre nosotros, vid. MUÑOZ PÉREZ, A. F., *Los derivados financieros equity...*, op. cit., p. 215

¹³⁹⁶ La lesión no tiene por qué ser actual sino que “basta con que sea razonablemente esperada como una consecuencia previsible de la ejecución del acuerdo”, vid. STS 11 de noviembre de 1980 (RJ 1980, 4132)

¹³⁹⁷ STS de 12 julio 1983 (RJ 1983, 4212)

¹³⁹⁸ La STS de 11 noviembre 1983 RJ 1983\6111 hace referencia tanto a “intereses sociales, como intereses de todos los asociados”.

¹³⁹⁹ La STS 873/2011 (RJ 2012, 3521) hacía referencia a la concepción del interés social en el Código Unificado de Buen Gobierno.

¹⁴⁰⁰ En esta misma línea, se ha manifestado la doctrina comparada, KAHAN, M/ ROCK, E. B., “*The Hanging Chads...*”, op. cit p. 1267 alude al ejercicio del voto para reducir el valor de la compañía; por su parte, MONGA, A. “*Using derivatives...*”, op. cit p.98, señala que si un bloque mayoritario ha cubierto su posición ya no perseguirá el interés de la compañía en la adopción de acuerdos, provocando la desprotección de las minorías; a su vez, también puede ser utilizado por la minoría, forzando la caída de la cotización en corto plazo, entre otros, vid. LEPLAT, F. op. cit., p. 29. Añaden YERMACK, D., “*Shareholder voting...*”, p. 2:11, SARRA, J., “*Equity Derivatives...*”, op. cit., p. 1141, la posibilidad de que forzará la adopción de acuerdos en contra del mejor interés de la compañía con el fin de favorecer su posición, por ejemplo, en otra compañía. No obstante, FERRARINI, G., “*Prestito titoli...*”, pp. 19-20, considera que el voto puede también ser contrario al resto de socios y no impactar en el interés social, es decir, forzar acuerdos abusivos para la minoría. Últimamente, NEVILLE, M., “*Shareholder activism: The dubious shareholder revisited*” en AA. VV. *Shareholders duties*, 2017, wolters kluwer, p. 180, tacha, particularmente a la estrategia de *hedge funds* de no promover la *shareholder value*; En definitiva, se ha considerado que estos accionistas no actúan éticamente pues su voto es en detrimento del resto de accionistas, vid. SKEEL, D., “*Behind the hedge*”, *Legal affairs*, nov-dec, 2005, pp. 28 y ss., mientras que SCHOUTEN, M. C., “*The mechanisms of voting efficiency*”, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 411, pp. 48-49, alude al “voto no sincero” cuando el accionista tiene una

beneficio a uno o a varios socios o a terceros¹⁴⁰¹, que se determinará valorando si el precio de cotización ha descendido y la posición de cobertura favorable a dicha disminución del valor¹⁴⁰². A este respecto, sin una mejora en la transparencia de la posición real del socio y su interés económico no se podrá detectar la posición neta negativa del accionista que le lleva a forzar acuerdos contrarios al interés social lo que dificultará la impugnación¹⁴⁰³. En tercer lugar, el demandante tendrá que probar el nexo causal entre la lesión y el beneficio¹⁴⁰⁴, que en este caso se encuentra acreditado en tanto

posición neta negativa pues prefiere la adopción de acuerdos que reduzcan el precio de cotización; también se alude a la falta de incentivos para actuar en favor del interés social, al estar protegido de los riesgos de la inversión, *vid.* PARLAMENTO EUROPEO, *The use of shareholder voting rights during the general assembly of company shareholders*, IP/A/ECON/2008-32, 2009, pp. 19-20. En último lugar, a pesar de no contar con suficientes pronunciamientos jurisprudenciales al respecto, en el caso TELUS se señala: *When a party has a vote in a company but no economic interest in that company, that party's interests may not lie in the wellbeing of the company itself. The interests of such an empty voter and the other shareholders are no longer aligned and the premise underlying the shareholder vote is subverted.*

¹⁴⁰¹ Resumiendo los requisitos de los acuerdos lesivos con carácter general, *vid.* STS 991/2012 (RJ 2012 4981), respecto a la extensión al beneficio no económico o puede ser posterior a su adopción el beneficio no tiene porqué ser económico tampoco ha de ser simultáneo a su adopción. Respecto a nuestro ámbito de estudio, en relación al beneficio del socio en casos de *negative voting* se asocia a la pérdida de valor de la acción, *vid.* FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”, *op. cit.*, p. 687.

¹⁴⁰² En los casos más significativos de *negative voting* se aprecia la conexión de la cobertura negativa y la conexión con el descenso de cotización. En particular, así ha sucedido en casos donde se recurre a *equity swaps*: en EEUU en el caso *Perry-Mylan* en el que la fusión de *Mylan* con *King*, le reportaría a *Perry* (accionista de *King*) un beneficio de 28 millones de \$. La operación había de ser aprobada por los socios de *Mylan*, aunque era poco probable pues el anuncio de la fusión había descendido la cotización de *Mylan*. Con el fin de que se aprobase, *Perry* adquiere una posición significativa en *Mylan* pero a su vez contrata *equity swaps* en los que se sitúa en una posición corta, por tanto no se vería afectado por la decisión que se tome en la junta pues le beneficiaría hasta la caída de cotización al tener una posición neta negativa, *vid.* a este respecto HU, H. T. C y BLACK, B., “The new vote buying ...”, *op. cit.*, p. 829. Asimismo, en el caso *Stark-Mflex*, *M-Flex* pretendía la adquisición de MFS, para dicho fin necesitaba no sólo la aprobación por la mayoría de accionistas sino también por la mayoría de la minoría. Se establece un comité con el fin de dilucidar si la operación era beneficiosa para los minoritarios de MFLEX, la conclusión fue que sería perjudicial. Entre los minoritarios, con una posición del 48% se encontraba el hedge fund STARK, que a su vez era socio de MFS, como quiera que su posición estaba cubierta con *equity swaps* no se vería afectado por el perjuicio que suponía para el resto de accionistas la operación, pues su posición neta total era negativa –*vid.* HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt Decoupling...”, p. 635. También ha sucedido en casos de préstamo de valores, así en Hong Kong, el caso *Henderson Land-Henderson Investment*. *Henderson Land* pretendía la compra de un parte de *Henderson Investment*, la mayoría de los minoritarios estaban a favor y a su vez subió el precio de las acciones. Las normas en Hong Kong al respecto de los buyout establecen que la operación se bloquearía si el 10% del *free float* vota en contra. Voto en contra el 2.7% y descendió el precio de cotización. Ese 2.7% pertenecía a hedge funds que tomaron en préstamo acciones antes de la record date, votaron en contra y vendieron en corto dichas acciones pues sabían que se iban a beneficiar dado que no se iba a aprobar. HU, H. T. C y BLACK, B., “The new vote buying ...”, *op. cit.*, p. 835.

¹⁴⁰³ La dificultad para la acreditación de la prueba de la lesión residirá en la falta de transparencia, como se ha analizado en el Capítulo 3, no sólo el sistema de tenencia agrava la ocultación sino que, además, la falta de información sobre el recurso de derivados o préstamo de valores para alcanzar una posición negativa en la sociedad.

¹⁴⁰⁴ A este respecto, la STS 991/2012 (RJ 2012 4981) hacía referencia a dichos tres requisitos, posteriormente, la SAP de Madrid (Sección 28ª) núm 172/2012 de 31 de mayo (Jur 2012 234552) explicaba estos tres requisitos; *vid. in extenso*, entre otros, ALVAREZ SANCHEZ DE MOVELLAN, *op. cit.*, p. 118. En particular, haciendo referencia a la preponderancia del interés privado del empty voter y el daño a la sociedad que hacen posible la impugnación del acuerdo, *vid. vid.* ESCANO, A. D., “Conflicts of interest...”, *op. cit.*, p. 187.

que la posición neta negativa del accionista fuerza la adopción de un acuerdo contrario al interés social pues persigue el descenso de cotización de la acción.

Sentando lo anterior, cabe destacar una excepción al respecto de la carga probatoria que facilita la impugnación de acuerdos en casos de *negative voting*. Siempre que el demandante sea socio y el voto del *negative voter* sea determinante para la adopción del acuerdo¹⁴⁰⁵, el art. 190.3 establece la presunción de la infracción del interés social salvo en los conflictos de tipo posicional¹⁴⁰⁶. El socio que impugne sólo tendrá que probar la existencia del conflicto de interés¹⁴⁰⁷. Esta presunción es asimilable al *entire fairness test* norteamericano¹⁴⁰⁸, según el cual los administradores tendrán que probar que el acuerdo adoptado es admisible y razonable. Los socios que impugnen el acuerdo tendrán que demostrar, en consecuencia, que el acuerdo era justo tanto con respecto a la negociación *–fair dealing–* como al precio *–fair price–*, salvo en aquellos casos sometidos a “*cleasing devices*”, tales como la adopción de acuerdos por la mayoría de los accionistas minoritarios¹⁴⁰⁹.

¹⁴⁰⁵ A diferencia de los casos del 190. 1 LSC, esta prueba de resistencia no se resolverá a través de una cuestión incidental sino que será necesario que el juez se pronuncie sobre el fondo de la cuestión, por lo que recaerá una sentencia estimando la nulidad del acuerdo o no, ya que no estamos ante la determinación de la impugnabilidad sino en la anulación del acuerdo por contrario a interés social. Aunque sería recomendable que el demandante señale si el acuerdo se encuentra incurso en alguna de las causas de impugnación pues la admisión de la demanda dependerá de que haya pruebas suficientes que demuestren que exista causa de impugnación para que el acuerdo sea anulado, en este sentido, *vid.* RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”, *op. cit.*, p. 85-86.

¹⁴⁰⁶ Sobre la presunción de lesividad del interés social, *vid.* GARBERÍ LLOBREGAT, J./GONZÁLEZ NAVARRO, A./MELERO BOSCH, L. V., *El proceso de impugnación de acuerdos de las sociedades de capital*, Bosch, 2015, p. 238.

¹⁴⁰⁷ La presunción del art. 190. 3 LSC no significa que se haya restringido la legitimación para la impugnación de acuerdos; por el contrario, la inversión de la carga de la prueba se restringe al socio, *vid.* sobre estos particulares, LOPEZ SANCHEZ, M., “Los supuestos de conflicto de intereses sin privación del derecho de voto: la distribución de la carga de la prueba en caso de impugnación de los acuerdos sociales (art. 190. 3 LSC) en AA. VV., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Tomo 1, 2016, p. 141, RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”, *op. cit.*, p. 84, SANCHEZ RUIZ, M., “Perspectivas de reforma en la regulación de los conflictos societarios” en Estudios sobre el futuro Código Mercantil, libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz, 2015, p. 931, especialmente nota a pie nº 36.

¹⁴⁰⁸ CNMV, *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo*, 14 de octubre de 2013, p. 21. No obstante, cabe destacar como el *entire fairness* se aplica en función de si hubiera administradores en conflicto y si se aprobó por la mayoría de la minoría (*MOM approval*)

¹⁴⁰⁹ A este respecto, sobre la contraposición entre la *business judgment rule* y el criterio más estricto de *entire fairness review*, *vid.* GUERRERO TREVIJANO, C., *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de sociedades de capital*, Civitas, 2014, pp. 402-406. En particular, en supuestos de *empty voting* se ha pronunciado ZANONI, A., “Hedge Funds' Empty Voting”, *op. cit.*, p. 35 respecto a la idoneidad de aplicar una *business judgment rule* adaptada en vez del *entire fairness*: “(...) Without *MOM approval*, however, I propose the application of the *business judgment standard* with a flip in the burden of proof on the defendant, as discussed in detail in Section IV.E *infra* On these grounds, absent any financial interest by the directors (where *entire fairness* should apply under current case law) and any

Hubiera sido más acertado establecer la presunción sobre el beneficio recibido por el socio en conflicto que apelar a la lesividad del acuerdo¹⁴¹⁰. En casos de *empty voting*, el demandante tendría que acreditar tanto la posición negativa del *empty voter* como el daño sufrido por el ejercicio del voto del *negative voter*. La prueba del conflicto se presenta difícil en caso de que no se haya establecido un sistema de transparencia adecuado que detecte si el *empty voter* soportaba el riesgo de su posición en la sociedad de en el momento del ejercicio del voto. El daño sufrido se valorará a través de la prueba de resistencia, demostrando que el voto del *empty voter* fue determinante para aprobar el acuerdo lesivo¹⁴¹¹. Por su parte, la sociedad o el socio en conflicto¹⁴¹² deberán acreditar que el acuerdo no es contrario al interés social, es decir, probando la falta de lesividad¹⁴¹³.

B) Acuerdos abusivos potenciados por el empty voting

En el segundo párrafo del art. 204. 1 LSC se introduce un subtipo de lesión al interés social al añadir una presunción “*iures et de iure*” de abusividad. Según lo especificado en este párrafo, se consideran también acuerdos lesivos aquellos que a pesar de no dañar el patrimonio de la sociedad, son impuestos abusivamente por la mayoría en detrimento injustificado del resto de socios¹⁴¹⁴. Entre estos acuerdos podemos señalar el aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente o los acuerdos de distribución de resultados¹⁴¹⁵. La Ley 31/2014 confirma, por tanto, que el deber de

prima facie evidence of HF control or influence over the board of directors or a specific transaction (where the proposal under Section IV.D supra should apply), in transactions where the empty voting tactic is employed by a swing vote HF shareholder, business judgment rule would be the standard of review. However, that standard should be corrected somehow to address the combined effect of empty voting and the swing vote. The peculiar structure of the burden of proof in the business judgment standard might give some hints on the possible treatment of this combined effect.”

¹⁴¹⁰ GARBERÍ LLOBREGAT, J./GONZÁLEZ NAVARRO, A./MELERO BOSCH, L. V., *El proceso de impugnación de acuerdos de las sociedades de capital*, Bosch, 2015, *op. cit.*, p. 238.

¹⁴¹¹ En este sentido, *vid.* COHEN, J., “*Negative voting...*”, *op. cit.*, p. 254; . MUÑOZ PÉREZ, A. F., *Los derivados financieros...*”, *op. cit.*, p. 218.

¹⁴¹² No obstante se subraya la dificultad para la intervención del socio en conflicto pues no interviene en el juicio al no ser parte de él (206. 4 LSC), RECALDE CASTELLS, A. J., “*Conflicto de intereses*”, *op. cit.*, p. 86.

¹⁴¹³ En atención al segundo inciso del 204. 3 LSC, SANCHEZ RUIZ, M., “*Perspectivas de reforma...*”, *op. cit.*, p. 932, alude que la inversión de la carga de la prueba también se aplica en los caos que el acuerdo fuere impugnado porque fue adoptado de forma abusiva en perjuicio de la minoría. Si bien se establece una presunción *iures et de iure*.

¹⁴¹⁴ PULGAR EZQUERRA, J., “*Impugnación de acuerdos sociales: en particular abusos de mayoría*” en AA. VV., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Tomo 1, 2016, p. 319

¹⁴¹⁵ Así COMISIÓN DE EXPERTOS, tema ampliamente tratado en MEGIAS, MARTINEZ, HERNANDO.

fidelidad del socio no es sólo a la sociedad, sino también a los socios¹⁴¹⁶, reforzando así la concepción contractualista del interés social. La introducción de esta nueva causa va a facilitar la impugnación de acuerdos abusivos que hasta el momento se instaba su impugnabilidad por contravención del art. 7.2 C. C aunque su aplicación por los tribunales ha sido de carácter restrictivo¹⁴¹⁷. La diferencia radica en que si la jurisprudencia señalaba con anterioridad que en estos casos se precisaba acreditar el daño al patrimonio social para la nulidad del acuerdo, ahora ya no es necesario¹⁴¹⁸.

La técnica jurídica empleada ha suscitado críticas debido a la causa bajo la que se incardina, ya que hubiera resultado más apropiada la introducción de una nueva causa de impugnación de acuerdos abusivos¹⁴¹⁹ en correspondencia con algunos ordenamientos cercanos, tales como los de Alemania o Portugal¹⁴²⁰. No obstante, en relación a nuestro objeto de estudio, este subtipo de lesión al interés social facilita la impugnación de acuerdos susceptibles de aflorar el *empty voting*. En efecto, cabría incardinar bajo esta causa los casos en los que un accionista de control recurre al *empty voting* con el fin de asegurar que se adopte un acuerdo neutral para el interés social pero en detrimento de la minoría¹⁴²¹. Igualmente, se incluirían los supuestos que pueden

¹⁴¹⁶ PULGAR EZQUERRA, J., “Impugnación de acuerdos sociales...”, *op. cit.*, p. 315. PULGAR, 315 lo que sabemos no es reconocido expresamente por el derecho societario, encontraría su fundamento de política jurídica en el deber general de derecho privado de ejercitar, ejecutar e interpretar derechos y contratos de buena fe -7.1 CC, 1258 CC y 57 CC-

¹⁴¹⁷ PULGAR EZQUERRA, J., “Impugnación de acuerdos sociales...”, *op. cit.*, p. 319, al respecto de la innecesaria delimitación en el 204. 1 sobre el abuso, por su incardinación en el principio general de abuso de derecho tal como se recoge en la STS 10 de noviembre de 2011 (RJ 2001, 8283), *vid.* CARRASCO PERERA, A., *Tratado del abuso de derecho y del fraude de ley*, p. 667.

¹⁴¹⁸ Creo que la diferencia está en que antes se exigía daño al patrimonio “perjuicio a la sociedad para constatación del abuso ¿? 172/2003 de 20 de febrero y FARRANDO DE MIGUEL, DIARIO LA LEY, SENTENCIAS DE 29 marzo y 7 diciembre 2011.

¹⁴¹⁹ En este sentido, MARTINEZ MARTINEZ, M., El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos de las juntas generales en las sociedades de capital: las causas de invalidez y los motivos de inimpugnabilidad”, *RDBB*, BIB 2015\614, examina la idoneidad de una nueva causa de abusividad independiente a la categoría de acuerdos lesivos, como se plasmó en la propuesta del Grupo Socialista a través de la enmienda nº 70; mientras que SANCHEZ RUIZ, M., “Perspectivas de reforma...”, *op. cit.*, p. 929, en la misma línea, también propone la incorporación de causa independiente de la lesión al interés social.

¹⁴²⁰ MARTINEZ MARTINEZ, M., El nuevo régimen de impugnación...”, con anterioridad a la reforma, *vid.* ALCALA DIAZ, M. A., *El derecho de impugnación del socio en la sociedad anónima cotizada*, Wolters Kluwer, 2006.

¹⁴²¹ En este sentido, DIAZ RUIZ, E., “La utilización de instrumentos financieros derivados en las tomas de control de empresas” en AA. VV., *Manual de fusiones y adquisiciones*, La Ley-Wolters Kluwer, 2016, p. 651, alude al “voto indebido” en casos de *empty voting*, la impugnación del acuerdo no solo por la lesividad sino también por imposición abusiva. En Italia, también FERRARINI, G., “Prestito titoli...”, alude a que la mayoría de casos de *empty voting* son supuestos de abuso de la mayoría. En Portugal, se aduce en el mismo sentido a su incardinación como acuerdos abusivos, GRACIO, L., *O esvaziamento de voto. A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*, pp. 42-43.

darse en sociedades de capital disperso cuando un accionista significativo recurre al *empty voting* con el fin de aumentar la potencia de voto, logrando así una posición de control de facto y forzando la adopción de un acuerdo neutral para el interés social pero en detrimento de la minoría¹⁴²². De nuevo, se aprecia como el recurso a estas técnicas facilitan la adopción de acuerdos que pueden resultar en este caso abusivos, ya que su recurso es un indicio de un potencial abuso.

En definitiva, sentada la presunción de lesividad, el actor deberá probar que el acuerdo adoptado no responde a una necesidad razonable, la indeterminación del concepto hace necesario esperar a la interpretación de los tribunales para delimitar su contenido¹⁴²³. Asimismo, tendrá que reflejar el interés propio de la mayoría en la adopción del acuerdo¹⁴²⁴, como suele suceder en los acuerdos neutrales, siendo el recurso al *decoupling* un posible indicio de dicha abusividad. Finalmente, se tendrá que probar el detrimento injustificado al resto de socios, de nuevo, la falta de concreción hace necesario su desarrollo jurisprudencial pese a que se considera necesario llevar a cabo una interpretación amplia, es decir, el daño puede ser no económico¹⁴²⁵ aunque quizás prescindible pues el detrimento está implícito en el abuso¹⁴²⁶.

A pesar de las objeciones al tratamiento del abuso de la mayoría, este precepto contiene una medida sancionadora muy útil al permitir impugnar acuerdos susceptibles que hayan sido adoptados gracias al recurso al *empty voting*. No obstante, quedaría fuera de la extensión del interés social el obstruccionismo de la minoría que, gracias al recurso al *empty voting*, puede incrementarse, tal como se analizará a continuación.

¹⁴²² El denominado *shareholder at the margin*, vid. ESCANO, A. D., “Conflicts of interest...”, *op. cit.*

¹⁴²³ Se alude a la relación de la cláusula general relativa a la “necesidad razonable de la sociedad” con acuerdos relacionados con la causa del contrato de sociedad, vid. PULGAR EZQUERRA, J., “Impugnación de acuerdos sociales...”, *op. cit.*, p. 319

¹⁴²⁴ Sobre la posible heterogeneidad de intereses en la mayoría salvo si existe un socio de control, lo que dificultará la determinación del “interés propio de la mayoría, v. ALONSO LEDESMA, C., “La naturaleza del reglamento de la junta y su infracción como causa de impugnación de los acuerdos social” en AA. VV., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Tomo 1, 2016, p. 392.

¹⁴²⁵ VIVES RUIZ, F. “ Los conflictos de intereses...”.

¹⁴²⁶ CARRASCO PERERA, A., *Tratado ...*, *op. cit.*, p. 630.

C) El obstruccionismo del accionista minoritario negative voter y los acuerdos negativos.

El recurso al *decoupling*¹⁴²⁷ puede favorecer las conductas obstruccionistas de los socios pues quien acude al *empty voting* puede alcanzar una posición minoritaria influyente que promueva la adopción de acuerdos de carácter contrario o rechace la adopción de acuerdos positivos. Respecto al primer acuerdo, una vez que se haya adoptado lleva implícita una obligación de no hacer¹⁴²⁸; mientras que los acuerdos negativos se refieren a aquellos que no se han adoptado porque no se han alcanzado las mayorías necesarias¹⁴²⁹. En ambos casos, el recurso al *decoupling* ha podido influir tanto en su adopción como en su rechazo.

Con respecto a los acuerdos adoptados de carácter contrario, cabría su impugnación bajo las causas que determina el art. 204 LSC. En particular, esta situación cobra relevancia si el minoritario obstruccionista tiene una posición neta negativa y fuerza la adopción de un acuerdo que conoce de antemano el impacto negativo que puede tener en la cotización que no se repartan dividendos o no se proceda a la refinanciación de la sociedad. Probada esta circunstancia, al hilo de lo señalado anteriormente al respecto de la infracción al interés social, con la adopción de acuerdos positivos o de hacer, se estimaría la demanda de impugnación y la consiguiente nulidad del acuerdo. Sin embargo, el juez no puede forzar que se adopte el acuerdo sino declarar únicamente la nulidad del mismo, pues otra resolución atentaría contra los órganos sociales al limitar su actuación¹⁴³⁰. Por consiguiente, resultaría una medida insuficiente la estimación de la impugnación del acuerdo sino se ejecuta el mismo. Con respecto a los acuerdos negativos, se afirma igualmente que, como el acuerdo no se ha adoptado, no se podría impugnar¹⁴³¹. Como resultado de todo lo anterior, la conducta obstruccionista quedaría indemne para producirse en posteriores ocasiones. Esta posibilidad ha llevado a considerar otras soluciones en caso de reiteración del obstruccionismo, tales como la

¹⁴²⁷ En este sentido, advierte LEE, M., “Empty voting: private solutions...”, *op. cit.*, p. 897, de la ausencia de una previsión legal en relación con el accionista minoritario *empty voter*.

¹⁴²⁸ En relación a los grupos de casos y la incidencia de la nueva redacción del precepto, *vid.* ALFARO, J. y MASSAGUER, J., “Artículo 204. Acuerdos impugnables” en AA.VV., *Comentario de las reformas del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2004)*, Civitas-Thomson Reuters, pp. 202 y ss.

¹⁴²⁹ La contraposición entre acuerdo negativo, contrario e inexistente se ha referido la SAP de Barcelona, sec. 15ª, 280/2014, de 25 de julio.

¹⁴³⁰ MELERO BOSCH, L. “Los acuerdos impugnables” en AA. VV., *El proceso de impugnación de acuerdos de las sociedades de capital*, BOSCH, 2015, pp. 242-243

¹⁴³¹ RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”, *op. cit.*, p. 86,

exclusión del socio¹⁴³² o la disolución de la sociedad, como vía para solucionar el abuso¹⁴³³.

La solución parece ser distinta respecto de los acuerdos negativos o no adoptados. Se plantea la posibilidad de solicitar la declaración de nulidad de los votos del socio en conflicto que ha votado en contra de la adopción del acuerdo. Esta solución sería aplicable cuando no se ha procedido a la debida deducción de las acciones del socio en conflicto del cómputo de la mayoría de los votos y los votos en contra de éste han sido determinantes para el fracaso del acuerdo. En ese caso, como al deducirse su voto si se hubiera adoptado el acuerdo, el juez podría declarar la nulidad de los votos y la ejecución del acuerdo cambiando el signo del acuerdo a positivo¹⁴³⁴.

Sea como fuere, esta posibilidad no sería aplicable al *negative voter* que obstruye la adopción de un acuerdo, pues no recae sobre este socio un deber de abstención en el ejercicio del voto debido a su posición neta y, a su vez, sería cuestionable justificar la nulidad de su abstención en atención a un posible incumplimiento de un deber ético de abstención. Por el contrario, en otros ordenamientos, sí se han reconocido medidas

¹⁴³² Vid. HERNANDO CEBRIÁ, L. *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital...*, *op. cit.*, p. 287.

¹⁴³³ A este respecto, *vid.* entre otros, POLO, E., “Abuso o tiranía. Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría y minoría en la sociedad anónima” en AA.VV. *Estudios en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, Madrid 1996, Tomo II (Sociedades Mercantiles), págs. 2269-2293, HERNANDO CEBRIÁ, L., *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital*, BOSCH, p. 247 y ss., COUTINHO ABREU, J. M., *Do abuso de direito. Ensaio de um critério em direito civil e nas deliberações sociais*, Almedina, 2006, p. 185, MEGIAS LOPEZ, J., “El abuso a la minoría y el interés social”, *RDS*, nº39, 2012, pp. 425-446, PULGAR EZQUERRA, J., “Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías”, *e-prints* (UCM), [DT del Departamento de Derecho Mercantil; nº 73, 2013,], pp. 20 y ss., CARRASCO PERERA, A., *Tratado ...*, *op. cit.*, pp. 672-679.

¹⁴³⁴ En este sentido, entre otras la SAP BARCELONA al respecto de la viabilidad de la impugnación cuando el acuerdo no se adoptó gracias al rechazo de quien “hubo de abstenerse por notorio conflicto de interés”, también, MARIN DE LA BARCENA, F., “La impugnación de acuerdos negativos (art. 204. 1 LSC), en AA.VV. *El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capital*, Colegio Notarial de Madrid, 2015, pp. 290, 291-294, en favor de la declaración judicial positiva del acuerdo en los casos de cómputo erróneo de votos, además de los casos en los que voto un socio incurso en conflicto por vulneración del 190. 2 LSC; equiparando un acuerdo no adoptado con aquel acuerdo positivo adoptado por cómputo erróneo de votos, cit. SAP 25 enero de 2013, *vid.* ALFARO, J. y MASSAGUER, J., “Artículo 204...”, *op. cit.*, p. 170. Un análisis de jurisprudencia reciente comparada, *vid.* IRRIBAREN, M., *Acuerdos negativos y deberes de fidelidad de los minoritarios*, Almacén del Derecho, disponible en: <http://almacendederecho.org/acuerdos-negativos-y-deberes-de-fidelidad-de-los-minoritarios/>. Por contra, discrepan sobre la posibilidad de que el juez acuerde la adopción del acuerdo, entre otros, *vid.* PICO I JUNOY, J., “Cuestiones procesales de la impugnación de acuerdos de sociedades de capital”, *Revista Jurídica de Catalunya* (Colección RJC), 2015, p. 94; respaldando el posicionamiento con la SAP Pontevedra 1ª de 10 de mayo de 2012 al respecto del rechazo de la impugnación de acuerdos inexistentes, *vid.* MELERO BOSCH, L., “Los acuerdos impugnables” en AA.VV. *El proceso de impugnación de acuerdos de las sociedades de capital*, BOSCH, 2015, 241, 242.

específicas en relación con el obstruccionismo del minoritario como en Alemania, donde el juez puede sustituir la voluntad de la junta al adoptar el acuerdo que no había sido posible debido al minoritario desleal obstruccionista¹⁴³⁵. Mientras que en Francia donde se designa a un mandatario en representación de la participación de los accionistas abusivos para que vote en sentido del interés social o bien se establece la indemnización por daños y perjuicios¹⁴³⁶.

Como último remedio¹⁴³⁷, al no existir en nuestro ordenamiento otro precepto en el que basarse para la impugnación de las conductas obstruccionistas potenciadas por el *decoupling*, cabría la posibilidad de acudir al 7.2 C. C en atención a la abusividad del accionista obstruccionista en la oposición al acuerdo u omisión del ejercicio del derecho voto¹⁴³⁸. En caso de que se acrediten los presupuestos para su aplicación, la sociedad como legitimada activa podría solicitar¹⁴³⁹, además de la correspondiente indemnización, las medidas judiciales o administrativas que impidan la persistencia del obstruccionismo. En este sentido, cabría plantearse la solicitud de medidas cautelares relativas a la suspensión de la posible conducta negativa del socio o, en caso de que se

¹⁴³⁵ Vid. infra, in extenso, la evolución jurisprudencial alemana, desde el reconocimiento de un deber de lealtad del socio de control al minoritario.

¹⁴³⁶ En el caso de Francia, dada la capacidad del bloqueo del minoritario en sociedades anónimas cuando cuenta con un tercio de votos para oponerse al acuerdo, en caso de que se pruebe que el minoritario obstructor esté actuando en contra del interés social. En estos casos, o bien se designa un mandatario, o se indemniza con los daños y perjuicios causados con el obstruccionismo del minoritario es en contra del interés social. Vid, CONAC, P-H., The shareholders duty not to abuse rights en AA. *Shareholders' duties*, Wolters Kluwers, p. 370, GINÉS CASTELLET, N. (2013). “Impugnación de acuerdos sociales y abuso de derecho: algunas reflexiones para el ordenamiento jurídico español a la luz de la experiencia francesa”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 40, pp. 273-315.

¹⁴³⁷ En este sentido, el carácter restrictivo del art. 7. 2 Código Civil se manifestaba la STS 2 de diciembre de 1994, F. J. 2º: “La doctrina ha terminado concluyendo, que la figura del abuso del derecho no puede invocarse cuando la sanción del exceso pernicioso en el ejercicio de un derecho está garantizado por un precepto legal, siendo en todo caso de aplicación restrictiva, ya que se trata de una figura jurídica de carácter excepcional.”

¹⁴³⁸ Recogida en STS 1619/2014 - ECLI: ES:TS:2014:1619 “para apreciar el abuso del derecho es precisa la concurrencia de los siguientes requisitos: a) el uso de un derecho objetivo y externamente legal; b) daño a un interés, no protegido por una específica prerrogativa jurídica, y c) la inmoralidad o antisocialidad de ese daño, manifestada en forma subjetiva (ejercicio del derecho con intención de dañar, con “animus nocendi”), o en forma objetiva (ejercicio anormal del derecho, de modo contrario a los fines económico-sociales del mismo) [Sentencias 455/2001, de 16 de mayo , y 722/2010, de 10 de noviembre], ya que, en todo caso, rige la regla “ qui iure suo utitur neminem laedit “ (quien ejercita su derecho no daña a nadie)”

¹⁴³⁹ Véase la diferencia entre el abuso de mayoría y minoría, en el abuso de minoría, la legitimación activa le corresponde a la sociedad pues es quien se ve afectado por el abuso de la minoría, siendo cada accionista minoritario que ha participado en la obstrucción responsable de la misma (como puede ser los casos de *wolfpack activism*), por el contrario, en el abuso de mayoría, serían los socios minoritarios los que pudieran reclamar En líneas generales, vid. GINÉS CASTELLET, N. (2013). “Impugnación de acuerdos sociales y abuso de derecho: algunas reflexiones para el ordenamiento jurídico español a la luz de la experiencia francesa”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 40, pp. 273-315.

haya celebrado la junta, proceder tanto a la declaración de nulidad de los votos por contrarios al art. 7.2 CC¹⁴⁴⁰ como a la consiguiente ejecución del acuerdo por parte del juez¹⁴⁴¹.

A la vista de las dificultades planteadas para incardinar un posible caso de obstruccionismo potenciado por el recurso al *decoupling*, hubiera sido propicio, con ocasión de la ampliación de la causa de impugnación, no haber circunscrito la reforma a la inclusión del abuso de mayoría, sino haber contemplado también el obstruccionismo de la minoría. El *decoupling* es una herramienta para potenciar el abuso tanto del mayoritario como también del minoritario que puede darse no sólo en sociedades cerradas sino también en sociedades abiertas; particularmente, en sociedades cotizadas de capital disperso donde las mayorías silentes propician el activismo de la minoría¹⁴⁴² que se ve reforzada gracias al *decoupling*. En suma, ya no estaríamos solo ante un conflicto entre mayoría y minoría, sino también entre minorías cortoplacistas influyentes y el resto del accionariado¹⁴⁴³. El *decoupling* favorece la aparición de estas situaciones conflictivas donde puede prevalecer el voto de la minoría sobre la mayoría, en particular, el voto de los accionistas a corto plazo sobre los accionistas a largo plazo. Aunque se analizará más adelante, cabría establecer la necesaria revisión de la posición jurídica del accionista en correspondencia con las medidas adoptadas en otros ordenamientos que tratan el abuso del socio de manera omnicomprendiva, albergando también el obstruccionismo del minoritario¹⁴⁴⁴.

4.2. El desinterés y la legitimación en supuestos de decoupling.

Respecto a la legitimación para la impugnación del acuerdo social adoptado gracias al voto del *empty voter*¹⁴⁴⁵, tal como establece el apartado 1 del art. 206 LSC, estarán legitimados: “los administradores, los terceros que acrediten un interés legítimo y los

¹⁴⁴⁰ HERNANDO CEBRIA, L., *El abuso de la posición jurídica...*, op. cit., p. 267 y 271

¹⁴⁴¹ Ibid., p. 316

¹⁴⁴² Con carácter general alertando de este cambio de rumbo, vid. SANCHEZ CALERO, J., “Crisis económica y gobierno corporativo”, *RDM*, nº 287, BIB 2013\385, pp. 8-10.

¹⁴⁴³ En este sentido, se advierte del conflicto entre el accionista activista y resto del accionariado, vid. ALFARO AGUILAR REAL, J., “Voto vacío y los conflictos de interés de los accionistas”, 19 de julio de 2010, disponible en: <http://derechomercantilesana.blogspot.com.es/2010/07/voto-vacio-y-los-conflictos-de-interes.html>, CONTHE, M., “Gobierno corporativo: tendencias recientes”, *Expansión*, 7/7/2013, disponible en: <http://www.expansion.com/blogs/conthe/2013/07/07/gobierno-corporativo-tendencias.html>

¹⁴⁴⁴ V. *infra*.

¹⁴⁴⁵ Entendemos que no es un acuerdo contrario al orden público, pues en caso contrario la legitimación del socio se extiende a aquellos que obtuvieran la condición de socio con posterioridad a la adopción del acuerdo (art. 206. 2 LSC).

socios que hubieran adquirido tal condición antes de la adopción del acuerdo, siempre que representen, individual o conjuntamente, a menos el uno por ciento del capital, siempre que la sociedad en cuestión no haya reducido el porcentaje de legitimación de impugnación del socio.

Las modificaciones introducidas en el régimen de legitimación por la Ley 31/2014 pretenden reducir la abusividad en la impugnación¹⁴⁴⁶ aunque, como a continuación vamos a desarrollar, ésta se puede seguir manifestando, gracias al *decoupling*. En primer lugar, el hecho de circunscribir la legitimación de los socios a aquellos “que hubieran adquirido tal condición antes de la adopción del acuerdo” puede contribuir a que afloren impugnaciones abusivas. En este caso, ya no estaríamos hablando de *empty voting* o voto vacío, sino de “impugnaciones vacías” en las que el *empty voter* alcanza una posición minoritaria que le otorgue legitimación para impugnar un acuerdo con visos de atacar a la sociedad y conseguir beneficios¹⁴⁴⁷. En efecto, en el supuesto de que un accionista adquiriese el 1 por mil del capital social¹⁴⁴⁸ de sociedades cotizadas con anterioridad a la adopción del acuerdo pero con posterioridad a la *record date*, estaría legitimado para impugnar el acuerdo, aunque no hubiera intervenido en la formación de la voluntad social¹⁴⁴⁹.

Otra variante de posible abuso está relacionada con el hecho de que la norma no concreta si el socio ha de mantener dicha condición cuando proceda a impugnar el acuerdo. En el supuesto de que no fuera necesario, podríamos encontrarnos con una nueva modalidad de captura de votos o “*record capture*” en cuyo caso sería una “captura de legitimación”. Un ejemplo de esta modalidad sería recurrir al préstamo de valores antes de la adopción del acuerdo con el fin de obtener la condición de socio para luego devolverlos antes de proceder a la impugnación.

¹⁴⁴⁶ CNMV, *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo*, 14 de octubre de 2013.

¹⁴⁴⁷ Lo que ha venido a considerarse como accionistas ladrones “*rauberische aktionare*” que pretenden obtener beneficio ante la amenaza de la impugnación o una demanda ya interpuesta v. FUENTES NAHARRO, M., “El accionista “depredador”. Un acercamiento a la figura y su problemática a partir de la experiencia comparada”, *RDBB*, Año nº 31, Nº 128, 2012; MEGIAS LOPEZ, Abuso de mayoría y de minoría en las sociedades de capital cerradas, *RDBB*, nº32, 2013, HERNANDO CEBRIÁ, L. *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital...*, *op. cit.* Alfaro, 215 a 217

¹⁴⁴⁸ En virtud del art. 495 b LSC en sociedades cotizadas es el uno por mil del capital social la fracción necesaria para la impugnación del acuerdo.

¹⁴⁴⁹ Asimismo, sugiere DE LA OLIVA SANTOS, A., “¿Debe limitarse el derecho de impugnación de acuerdos en las SA cotizadas?”, *RDBB* 104 (2006), que la permanencia de la condición de accionista sea durante todo el proceso.

Al respecto de la pérdida de la condición de socio y el procedimiento de impugnación, se entiende que el socio que pierde dicha condición antes de la interposición de la demanda de impugnación del acuerdo social no se encuentra legitimado¹⁴⁵⁰. En esta situación, en aplicación del principio “*in limine litis*”, se puede inadmitir la demanda por falta de legitimación del socio en atención a la fecha de pérdida de dicha condición¹⁴⁵¹. Al tiempo que también se puede producir el sobreseimiento en el trámite de audiencia previa a juicio o, en último término, que se proceda a la desestimación “de la pretensión” en la sentencia que ponga fin al procedimiento¹⁴⁵². No obstante, aun perdiendo dicha condición, cabría su interposición como tercero siempre que demuestre que tiene un interés legítimo¹⁴⁵³. A falta del interés legítimo, habría que tener en cuenta también que quién compre las acciones antes de la interposición tampoco estaría legitimado¹⁴⁵⁴. Con carácter general, para solventar la indeterminación del precepto, se ha propuesto considerar la oportunidad de la acreditación de su condición de accionista en la demanda¹⁴⁵⁵, si bien, en línea con nuestra propuesta, aquel accionista con una sobre cobertura de riesgo no tendría interés como tercero en la impugnación, por lo que también se debería acreditar el interés real en dicha sociedad. En contraposición, el tercero, *hidden morphable owner*, que a pesar de no ser accionista, ostenta el interés económico de las acciones, entendemos que podría impugnar un acuerdo como tercero perjudicado acreditando su interés legítimo en base al interés económico que ostenta sobre las acciones.

¹⁴⁵⁰ Por el contrario, quien tuviere legitimación al inicio del proceso, la seguirá manteniendo a pesar de las circunstancias sobrevenidas que puedan aparecer en virtud del principio de “*perpetuatio legitimationis*” –art. 411 LEC, en este sentido: STS 23 de abril de 2014, F. Jº 4º: la venta de acciones no implica la pérdida de legitimación pues las circunstancias relevantes para determinar la legitimación son las existentes al inicio del proceso, que se perpetúan una vez constituida válidamente la relación procesal, en virtud del principio que se ha venido en llamar de “*perpetuatio legitimationis*” vid. a este respecto, entre otros, FARRANDO MIGUEL, I., “El nuevo régimen de legitimación en la impugnación de acuerdos sociales (art. 206.1 a 4 LSC) en AA.VV. *El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capital*, Colegio Notarial de Madrid, 2015, p. 432 y citas nº62 y ALVAREZ SANCHEZ DE MOVELLAN, *op. cit.*, p. 173, ROJO, A., “Legitimación para impugnar” en ROJO, A. / BELTRAN, E., *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson-Citvitas, 2011, p. 1455.

¹⁴⁵¹ A este respecto, los arts. 11 LOPJ y 247 LEC.

¹⁴⁵² Con la misma solución, aquel accionista que adopto dicha condición con posterioridad a la adopción del acuerdo, v. GARBERÍ LLOBREGAT, J./GONZÁLEZ NAVARRO, A./MELERO BOSCH, L. V., *El proceso de impugnación*, *op. cit.*, pp. 279-280.

¹⁴⁵³ V. FARRANDO MIGUEL, I., “El nuevo régimen de legitimación en la impugnación de acuerdos sociales...”, *op. cit.*, p. 433, al respecto de la STS 18-6-2012.

¹⁴⁵⁴ Vid. FARRANDO MIGUEL, I., “El nuevo régimen de legitimación en la impugnación de acuerdos sociales...”, *op. cit.*, p. 434.

¹⁴⁵⁵ DE LA OLIVA SANTOS, A., “¿Debe limitarse el derecho de impugnación de acuerdos en las SA cotizadas?”, RDBB 104 (2006).

4.3. La suficiencia de la declaración de nulidad en casos de decoupling.

En el supuesto que se acredite que el acuerdo adoptado gracias al recurso al *decoupling* es contrario al interés social, la sentencia declara la nulidad del acuerdo tal como establece el art. 208 LSC. La nulidad es un remedio insuficiente y que llega demasiado tarde¹⁴⁵⁶, en particular en casos de *decoupling*, pues el posible impacto negativo en la cotización ya se ha producido. Si bien es cierto que a la demanda de impugnación podrían acumularse otras solicitudes, tales como la indemnización de daños y perjuicios, a pesar de que no se señale expresamente como sí se prevé en los casos de falta de legitimación o desaparición de la causa de impugnación. Dicha acumulación se contempla para aquellos casos en que la reparación *in natura* no sea completa y sea necesaria su compensación a través de su reparación económica¹⁴⁵⁷, siendo la responsable la sociedad del resarcimiento como legitimada pasiva. Por el contrario, a la mayoría que adopta el acuerdo no se le impone ninguna sanción por el daño al patrimonio social debido a que el régimen de impugnación no se concibe como una regla de responsabilidad¹⁴⁵⁸, pues lo que se consigue únicamente es que la actuación lesiva o abusiva de la mayoría no se lleve a cabo. Lo que ha sido propuesto es que a la nulidad se le anude la exigencia de responsabilidad a los socios mayoritarios¹⁴⁵⁹.

¹⁴⁵⁶ Así el tiempo que media entre la sentencia de primera instancia y la sentencia firme, *vid.* SANCHEZ CALERO, JUAN., Sánchez-Calero Guilarte, Juan (2009) Propuesta de revisión de la impugnación de acuerdos (especial referencia a las sociedades cotizadas) en *Jornada Internacional "Reflexiones sobre la Junta General de las Sociedades de Capital"*, 20 de Abril de 2009, Colegio Notarial, Madrid, pp. 21-23, disponible en: http://eprints.ucm.es/9190/2/S%C3%A1nchez_Calero.pdf

¹⁴⁵⁷ Todo socio tiene derecho a ser indemnizado por los daños y perjuicios que la adopción del acuerdo le haya causado, en base al incumplimiento contractual en derecho de obligaciones. La diferencia entre el legitimado a impugnar el acuerdo y quien no está legitimado es que, el primero, la reparación del daño se hará de manera preferente *in natura* a través de la acción de impugnación, es decir, los daños y perjuicios complementan la parte no resarcida *in natura*. Por el contrario, aquel que no se encuentra legitimado, la única vía que tiene para reparar el daño es la interposición de acción de daños a través de juicio ordinario o verbal en atención a la cuantía (2492 y 2502); a este respecto, un estudio comparado sobre la función del resarcimiento en relación con la impugnación de acuerdos como función complementaria, alternativa o sustitutiva, *vid.* ALCALA DIAZ, M. A., *El derecho de impugnación...*, *op. cit.*, p. 170 y ss., QUIJANO GONZALEZ, J., "Bases para una revisión del Derecho de impugnación de los Acuerdos Sociales" en AA. VV., *La modernización del derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Aranzadi-Thomson Reuters, 2011, p. 285; en torno a la incidencia de la Ley 31/2014 en esta materia, *vid.* CASTIÑEIRA JEREZ, J., "Impugnación de acuerdos sociales y sistemas indemnizatorios: algunas reflexiones sobre su (in)comparabilidad (arts. 204. 2. II y 206. 1. II LSC) en AA. VV., en AA.VV. *El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capital*, Colegio Notarial de Madrid, 2015, pp. 201-214. MASSAGUER, J., "Artículo 206. Legitimación para impugnar" en AA.VV., *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Civitas-Thomson Reuters, pp. 267-269

¹⁴⁵⁸ SAEZ LACAVE, M. I., "Las bases económicas del derecho de la junta de socios", *Indret*, nº 2, 2008, p. 49.

¹⁴⁵⁹ *Ibid.*, p. 51

A mayor abundamiento, cuando la impugnación se basa en la vulneración del deber de abstención de socio (art. 190. 1 LSC), el precepto tampoco prevé ninguna consecuencia para el socio. No obstante, en este caso sí que se entiende que cabría exigirle en un procedimiento independiente una indemnización por daños y perjuicios por los gastos que puede acarrear a la sociedad, por ejemplo, la nueva convocatoria de junta general¹⁴⁶⁰. Asimismo, en los casos que se incardinan como abuso de derecho, entre las medidas a adoptar, estaría la indemnización de daños y perjuicios¹⁴⁶¹.

En ninguno de los casos contemplados se ha previsto que además de la indemnización, se proceda a la devolución del beneficio obtenido que, en casos de *negative voting*, es equivalente a la pérdida de valor de la acción debido a la adopción u oposición al acuerdo. En definitiva, pese a que los beneficios privados que se obtuvieran se anularían, la dilación del proceso de impugnación de acuerdos y la falta de reembolso del beneficio obtenido gracias a la estrategia de cobertura llevada a cabo por el *negative voter* no revertirían en la sociedad. Si a ello se le une, la dilación del procedimiento, entendemos que en casos de *decoupling*, la impugnación de acuerdos no es suficiente para paliar los efectos adversos de estas prácticas. A continuación, se analizan las posibles medidas adicionales que cabría incorporar con el fin de complementar los medios tradicionales de prevención y sanción del conflicto de interés del socio, en este caso del *empty voter*

III. PROPUESTAS PARA LA SOLUCIÓN DE LOS EFECTOS ADVERSOS DEL DECOUPLING

1. Consideraciones preliminares.

Las carencias de las medidas para la prevención y sanción de los efectos adversos del *decoupling* han quedado patentes en el anterior apartado. A modo de síntesis se puede afirmar que el tratamiento del conflicto de intereses del socio no impone el deber de abstención en el ejercicio del voto en los conflictos atípicos, tal como puede ocurrir cuando un socio ejercita el derecho de voto y tiene una posición neta negativa (*negative*

¹⁴⁶⁰ SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, op. cit., p. 369, contemplando la posibilidad de incorporación estatutaria de una cláusula de indemnización de daños y perjuicios por incumplimiento del deber de abstención aunque sin su existencia podría reclamarse en base al 1101 y ss. C. C., vid. COMESAÑA, J., *El deber de abstención...*, op. cit., pp. 312-313, ampliando la posible exigencia de responsabilidad al Presidente de la Junta por incumplimiento del actual 190. 2 LSC, es decir, permitiendo el voto del socio en conflicto o prohibiendo el socio de quien no pese el deber de abstención, vid. ESTEBAN VELASCO, G., “Algunos aspectos relevantes...”, op. cit. 254.

¹⁴⁶¹ Vid. *supra*.

voting) o cuando un socio en conflicto que no puede votar pero obtiene votos de manera indirecta gracias a la *hidden morphable ownership*. En consecuencia no existe ninguna medida preventiva que evite la manifestación de los casos más graves de *decoupling*. Su solución se ve postergada a la impugnación del acuerdo viciado de *decoupling* cuyo régimen cuenta con algunas deficiencias anteriormente planteadas. En primer lugar, las dificultades para probar la lesión al interés social en un caso de *decoupling* si no se incorpora a nuestro ordenamiento un sistema de identificación del accionista que muestre la posición real que tiene en la sociedad. En segundo lugar, el obstruccionismo de la minoría avivado por el *decoupling* no se puede asimilar a los acuerdos abusivos de la mayoría. En último término, a la estimación de la impugnación no resulta acumulable una sanción a la mayoría por lesión al interés social salvo la estimación de la impugnación.

Por todo lo anterior, unido a que la autorregulación de los inversores y las sociedades no ha alcanzado los resultados esperados¹⁴⁶², es necesario examinar qué medidas planteadas por la doctrina lograrían que los casos adversos de *decoupling* no se manifiesten, pero preservando aquellos que potencian el buen gobierno de las sociedades. Al mismo tiempo, es necesario valorar el establecimiento de las medidas sancionadoras oportunas en aquellos casos que inevitablemente se lleguen a producir, lo que hace necesario reconsiderar el contenido de la posición jurídica del socio.

Trataremos a continuación de condensar los principales pronunciamientos al respecto de la regulación del *decoupling* y la viabilidad para su incorporación en nuestro ordenamiento. Se aprecia una clara disparidad en la intensidad de las propuestas ya que mientras un sector doctrinal aboga por la prohibición del *decoupling* en todas sus manifestaciones, otros proponen una huida del principio de proporcionalidad hacia nuevas teorías redistributivas del ejercicio del voto. Asimismo, se han planteado soluciones intermedias con el fin de salvaguardar los efectos beneficiosos del *empty voting*. Se observa, no obstante, cierto consenso en torno a la obsolescencia del principio de proporcionalidad en la distribución del voto, ya que el recurso al *decoupling* acrecienta la heterogeneidad del accionariado y cuestiona la idoneidad de su mantenimiento. Finalmente, otra vertiente de las propuestas articular la posible

¹⁴⁶² Vid. *supra*. primera parte de este capítulo.

limitación y sanción del *decoupling* a través de la reconsideración del deber de fidelidad de socio y su eventual exigencia al accionista, que gracias al *decoupling*, alcanza una posición minoritaria influyente y enfocada al corto plazo.

2. La prohibición del derecho de voto en supuestos de *decoupling*.

El establecimiento de una prohibición general del derecho de voto en casos de *decoupling* se ha fundamentado en la oposición de intereses que se produce entre el interés del socio y la sociedad¹⁴⁶³ y la necesaria preservación del principio de proporcionalidad un acción-un voto. En este sentido, en la doctrina norteamericana destaca el desarrollo de la teoría de la *error correction*¹⁴⁶⁴ según la cual se justifica la prohibición del derecho de voto. Esta teoría concibe al accionariado como el grupo que ha de vigilar al consejo de administración y corregir los errores que puedan cometer. La señal que alerta al accionariado de la desviación de los administradores en el cumplimiento de sus deberes es el precio de cotización de la acción. Esta teoría, por lo tanto, se aleja de los postulados tradicionales que justifican el ejercicio del derecho de voto en atención al interés residual del accionista pues pone en el primer plano a la cotización como elemento determinante que motiva el ejercicio del voto del accionista. Dicho de otra manera, la limitación de la asignación del ejercicio del voto a los accionistas obedece a que solo ellos se benefician del incremento del valor de cotización, por lo que hay una medida objetiva que justifica el ejercicio del voto, en tanto que la corrección del voto vendrá determinada por precio de la acción. Como resultado, la actuación de los accionistas como vigilantes del buen gobierno de la sociedad solo se pondrá en práctica cuando la actuación del consejo altere la fluctuación del valor¹⁴⁶⁵.

Si aplicamos la teoría del *error correction* al *empty voting*, se concluye que la disociación entre el voto y el interés económico fractura la teoría de la *error correction*, puesto que el *empty voter* no se encuentra en una posición legítima para ejercer el derecho de voto, en tanto que su propósito es que descienda el precio de la acción por lo

¹⁴⁶³ En favor de la prohibición del *empty voting*, entre otros, DALLAS, L., “Shorttermism, the Financial Crisis and Corporate Governance”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 37, p. 354, SKEEL, D., op. cit., FRANKEL, T., “The New Financial Assets: Separating Ownership from Control”, 33 *SEATTLE U. L. REV.*, 2010, p. 951.

¹⁴⁶⁴ THOMSON, R. B y EDELMAN, P. H., “Corporate Voting”, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 62, 2009.

¹⁴⁶⁵ THOMSON, R. B. y EDELMAN, P. H., “Corporate Voting”, *Vanderbilt Law Review*, Vol. 62, 2009; pp. 150-152

que debería prohibirse su ejercicio. En efecto, aquellos instrumentos financieros que escinden dicha señal, es decir, que disocian el voto del interés económico (en este caso, el valor de cotización) distorsionan y devalúan la *shareholder franchise* en tanto que su sentido del voto no es en favor de propuestas que incrementen el valor de la acción¹⁴⁶⁶.

Para preservar el fin último de los accionistas, se propone la asimilación de la prohibición en derecho societario relativa a los acuerdos que separan el voto del control y los casos de *vote buying* y de ese modo mantener la alineación entre voto e interés económico. Ello se logrará mediante los siguientes presupuestos, en primer lugar, el cumplimiento del principio una acción un voto; en segundo lugar, prohibir los acuerdos de *empty voting* que separen el voto del interés económico en las acciones y, en tercer lugar, la conveniencia de prohibir el *vote buying*¹⁴⁶⁷. En cualquier caso, las contravenciones de estas tres reglas se corrigen *ex post* en sede judicial. Los proponentes advierten de los costes que supondría la aplicación de la prohibición del derecho de voto, así como la determinación de cuáles son o no supuestos de *empty voting* y, de otro, la sofisticación del mercado de derivados, puede resultar complicado determinar cuando realmente ocurre el *empty voting*. Como alternativa, se propone la combinación entre normas de transparencia y la limitación, que no prohibición, del derecho de voto sin perder de vista que las situaciones de *empty voting* pueden reducir la efectividad del ejercicio del voto¹⁴⁶⁸.

En Europa, también se han producido manifestaciones en favor de la prohibición del *empty voting*. En el informe MAZARS de evaluación de la Directiva sobre transparencia se defendía la prohibición de todas las prácticas que dieran lugar al *empty voting*¹⁴⁶⁹, mientras que en la Consulta sobre el *Empty voting* llevada a cabo por ESMA¹⁴⁷⁰, algunas de las respuestas se mostraban a favor de la regulación del *empty*

¹⁴⁶⁶ EDELMAN, P. H., THOMAS, R. S., y THOMPSON, R. B., "Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism", *Southern California Law Review*, 2014, p.147.

¹⁴⁶⁷ THOMPSON, R. B. y EDELMAN, P. H., "Corporate Voting", *op. cit.*, p.158.

¹⁴⁶⁸ EDELMAN, P. H./ THOMAS, R. S./ THOMPSON, R. B., "Shareholder Voting...", *op. cit.*, p. 147-148

¹⁴⁶⁹ Disponible en:

http://www.mazars.es/mazarspage/download/40806/998379/version/3/file/Transparency_Directive_Assessment_Report.pdf, pp. 121-123.

¹⁴⁷⁰ ESMA, Call for evidence on *empty voting*: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-empty-voting>

voting que prohíba el préstamo de valores¹⁴⁷¹ cuyo fin sea el ejercicio del derecho de voto¹⁴⁷². Esta opción ha sido criticada por la extensión de la prohibición ya que no soluciona todos los supuestos de *empty voting* al quedar sin resolver cómo afrontar el problema del *decoupling* con derivados¹⁴⁷³.

La regulación de una prohibición general del derecho de voto en casos de *decoupling* tiene como ventaja que no se llegarían a producir casos de cobertura mediante derivados y préstamo de valores. Ello no obsta para que sigan apareciendo casos pues no solucionaría la compra de acciones cercana a la *record date* y consiguiente venta antes de la celebración de la junta general. Asimismo, el hecho de no distinguir entre el buen y mal *empty voting*, en términos de la menor o mayor cobertura de la posición accionarial, provoca que en los casos en los que la disociación reportara beneficios para la sociedad o para los socios no pudiera darse. En efecto, gracias a estas técnicas, el voto puede pasar a ser ejercido por inversores informados lo que no sólo reduciría la pasividad accionarial sino actuarían como catalizadores del buen gobierno societario. Además, este tipo de medidas restrictivas puede afectar a la liquidez del mercado cuando el recurso a derivados o préstamo de valores para este fin es minoritario cuando cumplen otras funciones como “*settlement failures*”¹⁴⁷⁴. Desde esta perspectiva, consideramos que una prohibición general del derecho de voto en supuestos de

¹⁴⁷¹ ESMA, *Call for evidence on empty voting*, en la que BCP concluía: “Any and all regulatory actions regarding this situation should aim at forbidding it (...)”. También, respect al préstamo de valores se defendía una prohibición expresa de voto, una suerte de extensión de la prohibición de abuso de mercado, en estos casos, v. RAAIKMAKERS, G. T. M. J., “Securities lending and corporate governance” en *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer, 2005, pp. 241-255 En contra, En contra de la prohibición en las respuestas a ESMA, *Call for evidence on empty voting*, GBIC- German Banking Industry Committee, p. 2: La disociación es consecuencia del establecimiento de la *record date* en la Directiva 2007, por lo que “Prohibiting exercise of voting rights at a general meeting by investors who do not bear the economic risk associated with ownership of the shares would devalue the *record date* principle introduced in the Shareholder's Right Directive”- , Takeoverpanel - The Takeoverpanel believes that more radical steps (more than market transparency) such as the disenfranchisement of *empty voters*, would raise major conceptual and practical difficulties and that such further steps are not warranted at present on the basis of activity during takeovers in the UK”, p. 4, Takeover panel uk-, ICSA, Swedish Corporate Governance Board.

¹⁴⁷² A favor, la contestación de SNS en ESMA, *Call for evidence on empty voting* A favor, SNS.

¹⁴⁷³ Respecto a EEUU, supondrá un cambio en la estructura del voto, en particular respecto de la legitimación en supuestos de préstamo de valores, los prestamistas tendrían que controlar el proxy process, es decir, prevenir que el proxy sea recibido por los que han tomado las acciones en préstamo, v. COHEN, J., “*Negative voting: Why it Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent it*”, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 45, No. 1, 2008, p. 253.

¹⁴⁷⁴ En este sentido, alertando de las consecuencias negativas de una prohibición final, vid. RINGE, W. G., *The deconstruction of equity. Activist shareholders, decoupled risk and corporate governance*, Oxford, 2016, p. 161, ESCANO, A. D., *op. cit.*, p. 186, S. BRAS, *Hedgfonds als active investoren*, p. 353. NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, *op. cit.*, p. 239, CLOTTENS, C., *op. cit.* p. 469.

decoupling no solucionaría el problema sino que evitaría los beneficios del recurso a estas técnicas para el buen gobierno de las sociedades en las que se manifiesta.

3. La admisión de la negociabilidad del derecho de voto.

Todas las propuestas que siguen tienen en común que parten de la ineficacia del principio de asignación proporcional del derecho de voto. Admiten la escindibilidad del derecho de voto y proponen nuevos métodos para su distribución a través de la aplicación criterios económicos, de utilidad o riesgo asociado a la inversión. Su implantación, necesitará, en consecuencia, eliminar el principio de proporcionalidad y reconocer la negociabilidad del derecho de voto. Estas desviaciones se sumarían a los mecanismos reforzados de control que anteriormente se estudiaron como *poison pills* o *loyalty shares* que, aunque de manera mediata, coadyuvan a potenciar al accionista a largo plazo aunque sin evitar que el *decoupling* se manifieste. La diferencia es que los otros mecanismos ya han sido implantados y éstas que se explican a continuación son propuestas que todavía no se han incorporado a ningún ordenamiento dado el rupturismo con la prohibición de la compra de votos. A continuación, se estudiará si su aplicación eliminaría los efectos adversos del *decoupling* o bien si su puesta en práctica indirectamente reduciría la aparición del mismo.

A) El mercado de préstamo de votos.

La escindibilidad del derecho de voto se concreta a través de la creación de un mercado de préstamo de votos. Mediante este sistema, los accionistas pasivos prestan su voto a accionistas largo-placistas; en tanto que es practicado por accionistas con vocación de permanencia, se reducen las críticas a los potenciales abusos de estas prácticas. La creación de este mercado implica la institucionalización del *empty voting*, ya que se promueve el ejercicio del voto de manera desproporcional al interés económico que se tenga en la sociedad en cuestión. Lo que se pretende con este mercado es abrir el recurso *empty voting* a un amplio espectro de accionistas, ahora limitado a quienes acuden a la innovación financiera. Las operaciones serían de esta manera más transparentes ya que se conocería la identidad de los sujetos que participan en dicho mercado, el propósito y el precio al que se adquieren los votos. Este mercado sería una especie de prolongación del mercado de préstamo de valores, haciendo que las operaciones de *empty voting* fueran abiertas; no obstante, los tribunales y las

autoridades seguirían examinando aquellas transacciones de *empty voting* que fueran abusivas¹⁴⁷⁵.

El funcionamiento del mercado se basaría en que los accionistas puedan prestar o tomar prestados de manera libre los votos en relación con ciertas acciones. Las normas del mercado requerirían a los emisores que determinen los días de subasta de voto, que se fijaría con anterioridad a la fecha de la *record date* ya que ésta determina la legitimación para el ejercicio del derecho de voto. Aquellos accionistas apáticos serán los que presten las acciones con el propósito de que otros las voten; en particular, en aquellos casos de tenencia indirecta, el *beneficial owner* puede, de manera expresa, emitir una instrucción al bróker sobre dicho extremo o bien, indirectamente, en el caso de que no dé instrucciones al intermediario sobre cómo votar antes de la fecha fijada, éste puede prestar los votos en el mercado¹⁴⁷⁶.

La diferencia con el préstamo de valores reside en que las comisiones de estas operaciones se vinculan a la duración del préstamo, mientras que en el préstamo de voto, la comisión a pagar por el prestatario equivale a un único precio después del cierre en cada fecha de subasta. En cuanto a los prestatarios, la elección del precio del préstamo dependerá del tipo de oferta que soliciten: en la oferta no competitiva se adaptan al precio del mercado, mientras que en la competitiva fijan el precio que van a pagar. Respecto a la duración, se circunscribirá al periodo para el que sea tomado en préstamo, es decir, para el ejercicio del voto en una determinada junta general, aunque se admite un derecho del prestamista a ejercer el *recall* antes del ejercicio del voto¹⁴⁷⁷.

El mercado tendrá una serie de salvaguardas para evitar situaciones abusivas de modo que los prestatarios sólo podrán ser aquéllos que tengan un interés económico substancial en la compañía. De este modo, se consigue que participen también en el eventual impacto que pueda producir la toma de decisión en los accionistas por el prestatario del voto. Además, para participar en el mercado, el prestatario tendrá que indicar de antemano cuáles son sus intenciones respecto del ejercicio del voto. En consecuencia, este tipo de mercado contribuiría, de una parte, a que se alcancen el

¹⁴⁷⁵ DOMBALAGIAN, O. H., "Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?", *Tulane Public Law Research Paper*, No. 08-10, p. 1282.

¹⁴⁷⁶ *Ibid.*, pp. 1284-1289.

¹⁴⁷⁷ DOMBALAGIAN, O. H., "Can Borrowing Shares...", *op. cit.*, p. 1286.

quórum de asistencia y las mayorías necesarias para la adopción de los acuerdos. Si se vigila apropiadamente que el voto sea ejercido por accionistas comprometidos, a largo plazo, entonces se mejoraría el buen gobierno de las sociedades¹⁴⁷⁸.

B) La negociación del interés económico o *core-outcome analysis*.

En línea con el préstamo de votos el modelo de *core-outcome analysis*¹⁴⁷⁹ ha propuesto la admisión de un mercado en el que se admita la negociación de los intereses económicos de forma separada al derecho de voto. Ello permitiría a los agentes tener en cuenta todos los efectos de las transacciones en los precios de los activos y actuar consecuentemente. Para este modelo, la transacción se llevará a término siempre que beneficie a todos los participantes, lo que implica que se eliminarían aquellas estrategias de inversión que rompen el equilibrio competitivo, esto es, aquellas operaciones que benefician a un agente y perjudican al resto¹⁴⁸⁰.

La puesta en práctica del modelo *core outcome* implica que los agentes no negocian las acciones sino que las transacciones se producen sobre los elementos o “*endowments*”, y, a través de las negociaciones, se llega al *outcome* o resultado esperado. Es decir, los agentes consiguen alcanzar un conjunto de precios y transacciones que producen un “*core outcome*” en que cada agente está en una situación igual que si no hubiera negociación. Cuando los agentes llegan al “*core outcome*” que será probablemente la fecha de la *record date*, el valor del voto será cero. No obstante, sus resultados también determinan que el valor a largo plazo de los derechos de voto debe ser positivo con el fin de compensarlo en el futuro para que se produzcan nuevos *outcomes*¹⁴⁸¹. Una situación de equilibrio competitivo como es el caso, no se produce en supuestos de *decoupling*¹⁴⁸². El precio de la acción habrá de reflejar el valor esperado en atención a las decisiones que tomará la compañía. Sin embargo, en situaciones de *decoupling*, el agente puede obtener beneficios a través de este procedimiento en tres pasos: el agente compra una cantidad de acciones, cuyo valor puede incrementarse (o decrecer) en

¹⁴⁷⁸ *Ibid.*, p. 1289 y ss.

¹⁴⁷⁹ BARRY, J., (et al), “On Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership”, *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 122*, p 2. Este modelo se basa en la “*cooperative game theoretic*”, en vez del recurso al “*competitive equilibria*” que no resulta eficiente a este respecto.

¹⁴⁸⁰ *Ibid.* p. 5.

¹⁴⁸¹ *Ibid.* p.6-p 7: “*as agents may need to compensate those with voting rights in order to effectuate outcomes in the future*”

¹⁴⁸² *Ibid.* p. 3.

función de que las decisiones que tome la compañía no fueran esperadas. En segundo lugar, el agente compra los votos y, finalmente, el agente utiliza los votos para que se alcance la decisión inesperada. Por lo tanto, no hay un precio al que se liquide en el mercado, lo que implica un desequilibrio competitivo. Esto obedece a que el principio de equilibrio competitivo se basa en que los agentes compran y venden acciones en virtud de su precio, sin tener en cuenta cómo la dirección del voto de los agentes (su comportamiento) puede cambiar el precio de las acciones¹⁴⁸³.

La conclusión a la que llegan los defensores del *core outcome analysis* es que, aun apareciendo casos de *decoupling*, se pueden obtener resultados eficientes y estables al permitir transacciones de intereses económicos de manera voluntaria, siempre que se den las circunstancias apropiadas¹⁴⁸⁴. Por ello están en contra de aquellos que consideran que se ha de restringir el derecho de voto del *empty voter* ya que no hay motivaciones para prohibir los derivados o eliminar los mercados de derivados. La clave de esta teoría reside en que los agentes han de conocer la distribución de los derechos de voto y los intereses económicos con el fin de poder predecir el resultado de los votos de los accionistas. Para ello será necesaria la transparencia de manera obligatoria, pues aunque no se evitará el *empty voting*, éste solo aparecerá si es beneficioso. En suma, la transparencia va a facilitar un mejor entendimiento entre inversores, reguladores y doctrina sobre la frecuencia con que se lleva a cabo el *empty voting*¹⁴⁸⁵. Pero, como denuncian sus detractores, si la transparencia no es suficiente, el modelo no funcionará, ya que la información es crucial para alcanzar un *core outcome*, por lo que la eficacia del modelo estará sujeta a la calidad y extensión de la información sobre los intereses económicos y los derechos de control¹⁴⁸⁶.

C) Pivotal mechanism o voto pivotal.

El *Vickrey–Clarke–Groves pivotal mechanism* es un nuevo sistema de toma de decisiones que sustituye al ejercicio del voto en presencia de heterogeneidad de intereses como sucede en supuestos de *empty voting*. Aquellas sociedades que decidan

¹⁴⁸³ BARRY, J., (et al), “On Derivatives Markets ...”, *op. cit.*, p 5: Por lo tanto, “*there are no prices at which the market clears, and no competitive equilibria*”

¹⁴⁸⁴ En este sentido resumía MACCHIAROLA, “Consciously decoupling: a response to professors Barry, Hatfield, and Kominers”, *Va. L. Rev. Online*, 2014, p. 43: “*The core-outcome model measures the desirability of corporate decisions by whether they increase total social welfare*”,

¹⁴⁸⁵ BARRY, J., (et al), “On Derivatives Markets ...”, *op. cit.*, p . 23-24.

¹⁴⁸⁶ MACCHIAROLA, *Consciously decoupling...*, *op. cit.*, p. 44-46

adoptar este sistema de toma de decisiones¹⁴⁸⁷ serán más eficientes pues se proporciona a cada accionista un incentivo para que revelen la valoración monetaria de las decisiones a adoptar en la sociedad. Este sistema avoca a que los accionistas muestren sus verdaderas intenciones porque deberán pagar por la externalidad que supone sus preferencias. Como resultado, si la preferencia del individuo es “*pivotal*”, entonces la decisión sería en otro sentido si no estuviera dicho individuo y deberá abonar una cantidad compensatoria al resto de los accionistas por la alteración de la toma de decisión¹⁴⁸⁸. De esta forma, el accionista que valore de manera más alta la decisión es el *pivot* que deberá satisfacer la diferencia al resto. Este mecanismo es semejante a una suerte de subasta de voto en la que quienes pretenden participar en la misma, deben comunicar en primer lugar los precios que están dispuestos a pagar¹⁴⁸⁹.

D) Quadratic voting

La admisión del “*quadratic voting*” implica la supresión del voto como derecho del socio, de modo que cualquier interesado que quiera ejercer el voto en una junta general ha de comprar los votos¹⁴⁹⁰. El nombre que recibe el modelo se debe a la fórmula para el cálculo del valor del voto o de fracciones de voto que se obtiene a partir de una función cuadrática o de segundo grado, donde, partiendo, por ejemplo, de valorar un voto con el precio de un €, entonces para adquirir cinco votos se ha de pagar veinticinco €¹⁴⁹¹. Las decisiones en la sociedad se adoptan por mayoría simple, siendo el procedimiento de ejercicio del voto de carácter confidencial y no estarían permitidos pagos paralelos que serán remitidos a través del *enforcement* del derecho *antitrust*¹⁴⁹².

Este sistema valora la intensidad de las preferencias de aquellos que compren votos para su ejercicio, por lo que un acuerdo sólo se adopta cuando es socialmente eficiente, limitando así las posibilidades de manipulación por parte de *outsiders*. Igualmente se reducen los costes de agencia, pues previene que los administradores adopten decisiones en su propio beneficio y aminora el potencial abuso de la mayoría¹⁴⁹³. A su vez, este

¹⁴⁸⁷ LISTOKIN, Y., “The Pivotal Mechanism and Organizational Control”, *Yale Law & Economics Research Paper* No. 379, 2009, p. 276.

¹⁴⁸⁸ *Ibid.*, p. 277.

¹⁴⁸⁹ *Ibid.*, p. 293.

¹⁴⁹⁰ POSNER, E. A./ WEYL, E. G., “Quadratic Voting as Efficient Corporate Governance”, *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper* No. 643, 2013, p. 2.

¹⁴⁹¹ Así quien compre 1 voto por 1\$, 2 votos por 4 dólares, 3 votos por 9\$, *Ibid.* p. 2.

¹⁴⁹² *Ibid. op. cit.*, p. 2.

¹⁴⁹³ POSNER, E. A./ WEYL, E. G., “Quadratic Voting as Efficient...”, *op. cit.*, p. 2-3.

sistema puede servir como incentivo para que los inversores estén informados sobre la sociedad y voten en consecuencia¹⁴⁹⁴. Además, algunas de las protecciones a los accionistas como el “*appraisal remedy*”¹⁴⁹⁵ y las “*poison pill*”¹⁴⁹⁶ que han sido criticadas por su elevado coste, ya no serían necesarias si la sociedad adopta esta forma de voto¹⁴⁹⁷.

Este sistema presenta ciertas desventajas, como es la posible reducción del número de participaciones significativas en las sociedades ya que, con independencia del tamaño de la participación, no se correlaciona con la potencia del voto; no obstante, hay que tener en cuenta que los inversores que compren grandes participaciones no lo hacen motivados por el voto sino para obtener un beneficio mayor de su participación en la compañía. Por consiguiente, si el *quadratic voting* garantiza que los votantes adoptan transacciones eficientes *expost*, el valor de las acciones se incrementará. También se considera que este sistema no encajaría con el sistema de mayorías, pero dada la facilidad con la que se sortea este sistema, puede ser la solución. Asimismo, se señala que este sistema hace sencillo que un tercero pueda disolver una compañía, pero para ello habría que tener en cuenta que deberá invertir una cantidad elevada para comprar votos y este caudal irá a parar a los accionistas¹⁴⁹⁸. Finalmente, cabría resaltar las reminiscencias con la tradicional compra de votos, donde la diferencia reside en que, en el *quadratic voting*, el comprador de votos no está pagando a un accionista sino a la sociedad, por lo que los pagos se distribuyen entre todos los accionistas en vez de

¹⁴⁹⁴ Sin embargo, POSNER, E. A./ WEYL, E. G., “Quadratic Voting as Efficient...”, *op. cit.*, p. 3 constata que: “*unlike standard voting, individuals have an incentive to optimally collect information that is relevant to their preferences and beliefs so long as these do not have spillovers to what decision is in the interests of others –vid al respecto Bergemann information acquisition and efficient mechanism design.*”

¹⁴⁹⁵ De un lado, la posibilidad del “freeze out” por la minoría de los accionistas como “appraisal remedy” ante una modificación estructural injusta se reduciría o hasta eliminaría porque, 1. El QV bloque operaciones ineficientes, ya que la mayoría no podría realizar estas operaciones para transferirse el valor a sí misma, de otro lado, el QV no funciona con un grupo pequeño manipulador, dado que no podrán “outvoting” a otros accionistas cuando su número es grande, aunque lo consiguiesen los votos que tendrían que pagar, compensarían al resto de accionistas con el pago de la compra de los votos, v. *Ibid.* p. 14.

¹⁴⁹⁶ Respecto a la *poison pill*, generalmente utilizada, cuando un inversor llega una mayoría significativa, los insiders pueden comprar acciones a un precio descontado, con el fin de que puedan oponerse a la opa. Si una *poison pill* incorporase una QV o SRV, se habría de reformar los estatutos estableciendo que cualquier opa hostil habría de ser sometida a voto mediante el sistema de SRV, así se eliminaría el requisito del porcentaje, sustituyendo el *discount* a mayoritarios por la función cuadrática, de este modo sería barato para los accionistas dispersor votar por una fusión pero costoso para los accionistas mayoritarios o los administradores que se oponga, v. a este respecto, *Ibid.* p. 15.

¹⁴⁹⁷ *Ibid.* p.1.

¹⁴⁹⁸ *Ibid.* pp.10-11.

concentrarse únicamente en los que venden sus votos –como sucede con el *vote buying* tradicional¹⁴⁹⁹–. En cualquier caso, se aduce a que aun en el caso de equipararlo a una compra de votos, pasaría el *intrinsic fairness* test del *vote buying*, pues el *quadratic voting* asegura resultados eficientes *expost* y se protege a las minorías.

El método de implantación del sistema de voto cuadrático sería a través de una modificación de los estatutos de la sociedad que admita la adopción de cualquier acuerdo a través de este sistema, por lo que implícitamente se reconocería la compra de votos. En cuanto al derecho a participar en el ejercicio del voto, se amplía el espectro de votantes pues no se circunscribirá a los accionistas sino que cualquier persona puede tener derecho a participar siempre que adquiera el derecho de voto. Por ende, el voto cuadrático se desvía del principio de proporcionalidad ya que, con independencia de la participación del accionista en la sociedad, hasta un tercero ajeno a la compañía podría tener una misma potencia de voto puesto que el derecho a participar se determina en función del número de votos que se compran¹⁵⁰⁰.

En atención a las posibles críticas que se pueden verter en la toma de decisiones en la sociedad por terceros ajenos a la compañía se ha propuesto una variante al voto cuadrático denominada “*square-root voting*”. La diferencia entre ambas reside en que esta última tiene un ámbito más restringido, pues sólo los accionistas pueden comprar votos por lo que el derecho de compra se verá limitado al número que resulte de la raíz cuadrada del número de acciones que poseen (así, ejemplo, quien tenga 50 acciones, tendría 7 votos¹⁵⁰¹). Otra de las semejanzas con el ejercicio del voto ordinario es que estatutariamente se han permitido acciones de diferentes clases, con diferentes derechos de voto, por lo que quizás el *square-root voting* puede ser un primer paso, a corto plazo, para en un futuro, una vez valorada positivamente su aplicación, adoptar el *quadratic voting*¹⁵⁰². En este caso, el accionista no compra votos explícitamente, sino que ejerce el voto que acompaña a la acción. El hecho de que posea votos equivalentes a la raíz cuadrada del número de acciones que tiene, no implica ni directa ni indirectamente *vote-buying*.

¹⁴⁹⁹ Ibid., p. 5.

¹⁵⁰⁰ Ibid., p. 7.

¹⁵⁰¹ En otras palabras, en el *square-root voting* el inversor compra las acciones en función del poder de voto, mientras que en *quadratic voting* lo hacía para la optimización de los flujos de voto –*payment streams*–.

¹⁵⁰² POSNER, E. A./ WEYL, E. G., “Quadratic Voting as Efficient...”, *op. cit.*, p. 12.

No obstante lo anterior, entendemos que el *quadratic voting* no va a lograr la eficiencia en la toma de decisiones, ya que el accionariado recibirá parte de los beneficios de una posible estrategia activista al recibir el valor de los votos para forzar dicha estrategia; sin embargo, esta fórmula no consigue repartir los beneficios privados que le reporta al *empty voter* que un determinado acuerdo se adopte. Por consiguiente, un *empty voter* en situaciones de voto cuadrático pudo recurrir a los derivados con el fin de proteger su posición en la sociedad, aunque le supondrá un coste adicional al tener que pagar por los votos, lo cual no obsta para que continúe beneficiándose de su posición de cobertura gracias a la innovación financiera. Por lo tanto, la eficiencia se lograría siempre que el voto cuadrático lograra asignar el derecho de voto en función del interés real en la sociedad de quien compra los votos en vez de la asignación de un mayor número de votos a quien tenga mayor capacidad económica.

4. Soluciones diferenciales en atención al grado de disociación.

4.1. El punto de partida: La propuesta de una aproximación incremental al problema del decoupling.

Tal como se ha constatado con anterioridad, una prohibición general del derecho de voto en casos de *decoupling* eliminaría los efectos adversos del ejercicio del derecho de voto a aquellos socios que hubieran reducido o eliminado el interés económico de las acciones. En referencia a la cara inversa de la moneda, la admisión del préstamo o compra de votos tampoco resolvería los efectos adversos ya que incluso podría potenciar los casos adversos de disociación.

En líneas generales, se plantea que los problemas inherentes a la junta general como son la pasividad, la visión a corto plazo o los conflictos de intereses entre los accionistas y la sociedad no se resuelven reduciendo el poder decisorio de los accionistas¹⁵⁰³, tal como pudiera darse a través de la prohibición del derecho del voto en todos los casos de *empty voting*.

¹⁵⁰³ En este sentido, se alerta que la reducción de las competencias de la junta para su devolución a los administradores, cuando su inicial traslado a la junta fue debido a los conflictos inherentes al administrador, no tendría sentido pues la junta general no es un órgano per se en conflicto, v. COOLS, S., “The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion”, *ECFR*, vol. 11, Issue 2, p. 289.

¹⁵⁰³ RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-*Decoupling*...”, *op. cit.*, p. 61.

En particular, como quiera que la cobertura de la posición accionarial pudiera no ser total, una prohibición absoluta del derecho de voto del *decoupler* puede acarrear resultados no deseados. En concreto, nos referimos a aquellos casos en los que, con independencia del recurso a la cobertura de la posición en la sociedad, el *empty voter* sí vota a favor del interés de la compañía¹⁵⁰⁴. A modo de ejemplo, tal como se ha señalado¹⁵⁰⁵, los inversores activistas pueden tener como finalidad recurrir al *decoupling* con el fin de adquirir más potencia de voto y lograr de este modo monitorizar al órgano de administración o proponer la adopción de acuerdos en favor del interés social. El recurso al *empty voting*, por lo tanto, puede ser una técnica loable para alcanzar una mayor influencia en la sociedad por ciertos inversores y así superar la apatía racional que impera entre el accionariado. Si se adoptase una prohibición absoluta del *decoupling* implicaría que los efectos positivos de estas técnicas no se manifestarían¹⁵⁰⁶ y, en cambio, podrían producir otros efectos colaterales tales como por ejemplo la disminución de la liquidez del mercado¹⁵⁰⁷. En el mismo sentido, la compra de votos como solución tampoco reduciría los efectos perniciosos de la disociación riesgo-poder.

En atención a las dificultades que plantearía una prohibición legal de voto en todos los casos de *decoupling*¹⁵⁰⁸ así como la liberalización de la compra de votos, se ha intentado resolver el problema proponiendo una solución gradual o *incremental approach*¹⁵⁰⁹ en función de la gravedad de la estrategia utilizada. Esta solución se basa en la selección de las medidas a aplicar en función de la tipología del *decoupling*, es decir, el nivel de cobertura de la posición del socio determina su tratamiento legal. A esta propuesta, le han seguido otras que tratan de manera diferencial la regulación del *decoupling*, las cuales complementan a la anterior y ofrecen alternativas a la solución gradual. En los siguientes apartados se valorará su eventual incorporación en nuestro ordenamiento, partiendo de la base de que el fundamento que justificaría su implementación es la

¹⁵⁰⁴ A este respecto, en Europa, V. RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-*Decoupling*...”, *op. cit.*; NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, *op. cit.*

¹⁵⁰⁵ *Vid. supra.*, Capítulo 2.

¹⁵⁰⁶ RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-*Decoupling*...”, *op. cit.*, p. 61.

¹⁵⁰⁷ NEVILLE, M., “Shareholder Activism...”, *op. cit.*, p. 239, especialmente, notas a pie.

¹⁵⁰⁸ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt *Decoupling* and Empty Voting II...”, pp. 697

¹⁵⁰⁹ Este denominación a la propuesta aparece en HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt *Decoupling* and Empty Voting II...”, pp. 697 y 706. Asimismo, la jurisprudencia, en *In Re Atmel Shareholders Litigation* (Del. Ch. May, 22, 2009) hace referencia a una propuesta gradual: “This is especially true where, as here, important, complex and novel issues involving the fundamental balance between the rights of shareholders and the power and authority of boards of directors are implicated. These issues highlight the need, instead, for the careful, reasoned and incremental response of the law to the ever-changing business practices that affect Delaware corporations”

protección del deber de fidelidad del socio a la sociedad ante el eventual conflicto de intereses que pudieran surgir al escindir el voto del interés económico de la acción¹⁵¹⁰.

4. 2. La suspensión del derecho de voto en supuestos de interés económico negativo o negative voting.

A) Extensión.

La suspensión del derecho de voto se circunscribe a los casos extremos, es decir, al *negative voting*. La autorregulación por las sociedades no sería suficiente, sino que es necesaria una regulación común relativa a la prohibición de las prácticas más agresivas, pues un accionista con un interés negativo en la sociedad tiene incentivos opuestos al resto del accionariado al perseguir la depreciación del valor y, por tanto, forzará la adopción de acuerdos contrarios al interés social¹⁵¹¹.

Las críticas a esta suspensión relativa se concentrarían en que limita el libre ejercicio del voto por el socio. Si bien es cierto que se han previsto en los ordenamientos excepciones a dicho principio, tales como la exigencia de un deber fiduciario del accionista de control en su ejercicio que posteriormente se examinará o el deber de abstención por conflicto de interés del socio en nuestro ordenamiento. En otros términos, la suspensión se articularía como una medida preventiva en aras de asegurar el cumplimiento del deber de fidelidad del socio.

El diseño de la regla que prohíba la prohibición del voto del accionista que tenga un interés negativo en la sociedad se podría basar en el establecimiento de presunciones¹⁵¹². Por ejemplo, se establecería una presunción *iuris tantum*, de forma que el accionista tenga que demostrar que su interés global en la sociedad es positivo¹⁵¹³. Igualmente podría incluirse una presunción *iuris et de iure*, ya que como no suele ser habitual que un accionista tenga un interés económico negativo, más insólito

¹⁵¹⁰ Mientras que en EEUU se reconduciría a los deberes fiduciarios de los socios, sobre la extensión *vid.*, ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* No. 08-02; *Stanford Law Review*, Vol. 60, 2008.

¹⁵¹¹ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, pp. 697, 703.

¹⁵¹² HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, p. 702. CLOTTENS, C., “Empty Voting...”, p. 475. (cfr. nota 175). En contra, FERRARINI, G., “Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario”, en BALZARINI (Et al), *La società per azioni oggi*, Collana della Rivista delle Società, 2007, p. 642, que propone la utilización de una “*regole coe ad esempio un divieto di voto per gli empty voter che standard (como quello di buona fede) opure rinuncino ad una disciplina del mérito privilegiando que la dell'informazione.*”

¹⁵¹³ incluyendo en el cómputo los *related non host assets* (participación en compañías relacionadas)

será que se produzca “la excepción de la excepción”, es decir, un interés económico negativo pero que sea un interés positivo global “*positive overall economic interest*”. Esta regla se equipararía a la de aquellos ordenamientos que para adoptar la exclusión de los socios minoritarios (“*freeze out*”) o transacciones vinculadas requieren la adopción del acuerdo por la mayoría de los accionistas minoritarios, lo que permitiría el ejercicio del voto a aquellos accionistas que no estén en conflicto¹⁵¹⁴. En todo caso, cabría ejercer el control judicial, tal como se ha sucedido en supuestos de *freeze out* en los que se exige un deber de lealtad limitado al accionista de control¹⁵¹⁵.

En este sentido, se fortalecerían las exigencias de transparencia de las participaciones significativas para que salgan a la luz también las posiciones negativas de los accionistas proporcionando al mercado una visión completa de la posición del accionista en la sociedad¹⁵¹⁶. Gracias a este reforzamiento de la transparencia, se detectaría los casos de posiciones netas negativas cuya suspensión se llevaría a cabo caso por caso en vez de incorporar una prohibición general, unido a la eventual sanción por incumplimiento de la notificación. Las autoridades competentes para sancionar al accionista con la suspensión del ejercicio del voto serían los supervisores del mercado¹⁵¹⁷, en nuestro caso la CNMV.

¹⁵¹⁴ Ibid. p. 702-703.

¹⁵¹⁵ No obstante, HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, p. 703 a contrario de aquellos que sí consideran un deber de fidelidad absoluto, al respecto, v. MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, op. cit. p. 217.

¹⁵¹⁶ En este sentido, RINGE, W. G., “The deconstruction...”, p. 87-192, propone que se pudiera conocer la posición bruta del inversor de manera continuada a partir de una participación significativa de un 5%, para conocer la posición negativa del mismo, advierte acertadamente que el Reglamento de ventas en corto no sirve para dicho cometido pues la comunicación se circunscribe a la posición neta negativa así como no abarca ni derivados ni préstamo de valores. Su posición se basa en la reforma llevada a cabo en Hong Kong que ha de comunicarse separadamente tanto la posición larga como corta sin poder agregarse. Parcialmente de acuerdo, SERGAKIS, K., “The duties of a short seller” en AA. VV., *Shareholder's Duties*, Wolters Kluwer, 169-170, considera la propuesta acertada en tanto que permite a la sociedad reaccionar ante un supuesto de cobertura de una posición larga o bien de simplemente una posición corta, que en ambos casos los intereses no estarían alineados con el resto de accionistas. Por el contrario, puede crear falsas alarmas y puede influenciar la inversión en cierta compañía hasta general comportamientos de imitación “*herding behaviour*”, así como a la propia sociedad, que no tendrá capacidad para canalizar y tomar medidas sobre dichas posiciones cortas o hasta los supervisores del mercado se verían afectados por el incremento en el número de notificaciones. pues una posición corta no tiene porqué ser adversas

¹⁵¹⁷ El planteamiento de RINGE, W. G., “The deconstruction...”, p. 197 y 202-205 es en contra de la implantación de una prohibición general, sino que las autoridades supervisoras suspendan el voto, caso por caso. Deberán valorar la participación negativa del accionista, la cercanía de la comunicación de la participación con respecto a la junta general y las intenciones del accionista que lleva a cabo la notificación. Asimismo, extiende la sanción por incumplimiento de la notificación de la participación significativa que los Estados hayan previsto., vid. RINGE, W. G., “The deconstruction...”, p. 197 y 202-205. En discrepancia con la propuesta debido a la incertidumbre sobre la validez de los acuerdos adoptados en la junta en aquellos casos en los que se esté a la espera de la determinación por el regulador de la aplicación de la sanción, vid. MARAIS, D., “Decoupling Voting Rights from Economic Interest: The Case of Empty and Negative Voting” en *Trinity C.L. Rev.*, nº18, 2015., pp. 200-202.

B) Alternativas para su incorporación.

a) Una norma en derecho societario de prohibición del voto del accionista negativo.

El establecimiento de la suspensión del derecho de voto de carácter armonizado a través del Derecho de sociedades de la Unión no sería posible pues no se ha tratado la armonización de la regulación del conflicto de intereses del socio, salvo en la Cuarta y Séptima Directiva al respecto de la comunicación de las transacciones vinculadas¹⁵¹⁸. Por ello, la regulación no será de carácter uniforme.

En nuestro ordenamiento, la regulación se podría basar en la asimilación de los casos de *negative voting* a un supuesto de conflicto de intereses. Con anterioridad a la Ley 31/2014 ya se había propuesto la abstención del voto del socio con una exposición negativa al riesgo basándose el precepto en el concepto de posición corta del art. 3 del Reglamento 236/2012. Con el fin de detectar estas prácticas y posibilitar la deducción de las acciones o participaciones correspondientes se exigía la comunicación a la sociedad de dicha circunstancia con cinco días de antelación a la junta¹⁵¹⁹. Con esta propuesta se lograba limitar los efectos adversos del *negative voting* pues se dotaba de transparencia a dichas prácticas a la vez que imponía a estos socios el deber de abstención por conflicto de intereses. En la actualidad, resultaría cuestionable su incorporación pues la reforma del régimen del conflicto de intereses hace difícil que sea viable su incorporación como subtipo de conflicto pues, dado el tenor literal del art. 190. 1, el deber de abstención del socio se vincula a determinados acuerdos mientras que la propuesta supone una prohibición del voto del socio en relación con cualquier tipo de acuerdo. Además, para el resto de conflictos, es decir, los no previstos en dicho apartado, se admite el derecho de voto.

A la vista de las dificultades planteadas, cabría proponer una solución intermedia que preserve el espíritu de la norma, aun siendo conscientes que de esta manera no se eliminarían todos los casos adversos de *decoupling*. En primer lugar, se debería extender el ámbito subjetivo del precepto con el fin de incluir los conflictos indirectos, tal como se recogía en el art. 231-63 del Proyecto de Código Mercantil, es decir, ampliar el deber de abstención al representante o a la actuación por cuenta de otro en los

¹⁵¹⁸ CLOTTENS, C., “Empty Voting...”, *op. cit.*, p. 473-474.

¹⁵¹⁹ En este sentido, FERNANDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios...”, *op. cit.*, p. 695-696.

supuestos de intermediación en sociedades cotizadas. De este modo, se conseguiría eliminar los casos de *hidden morphable ownership* en los que el socio, sobre el que pesa un conflicto de intereses, celebra un contrato de derivados, se posiciona como parte larga e instruya el sentido del voto de las acciones que ha adquirido la parte corta como cobertura de su posición en el derivado.

Asimismo, cabría incluir un nuevo acuerdo al listado del 190.1 LSC consistente en que el socio tampoco podrá votar cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto realizar transacciones con la sociedad, en línea con el art. 384. 6 (d) del *Código das sociedades comerciais* portugués¹⁵²⁰. De este modo se evitaría que el accionista con una posición negativa forzara la adopción de una transacción que le reporte, además de los beneficios privados, el posible descenso de la cotización por dicho acuerdo. El problema radica en que no se extendería a aquellos casos en los que la transacción no es con el accionista sino con una sociedad en la que el socio tiene una participación significativa, como aconteció en el caso *Perry-Mylan*¹⁵²¹. En este sentido, el apartado 1 del art. 190 quedaría redactado del siguiente modo:

1. El socio no podrá ejercitar, **por sí, por cuenta de otro**¹⁵²² o por representante, el derecho de voto correspondiente a sus acciones o participaciones, cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto:
 - a) autorizarle a transmitir acciones o participaciones sujetas a una restricción legal o estatutaria,
 - b) excluirle de la sociedad,
 - c) liberarle de una obligación o concederle un derecho,
 - c') realizar transacciones con la sociedad.**

¹⁵²⁰ Así el art. apartado d): “*Um accionista não pode votar, nem por si, nem por representante, nem em representação de outrem, quando a lei expressamente o proíba e ainda quando a deliberação incida sobre: d) Qualquer relação, estabelecido ou a estabelecer, entre a sociedade e o accionista, estranha ao contrato de sociedade.*” Este apartado determina la situación de conflicto externo de interés entre el socio y sociedad, es decir, cuando el socio ya no interviene como socio sino como tercero, el impedimento de voto se debe a la situación en conflicto en si misma más que a la causación de un daño a la sociedad, vid. entre otros, FERREIRA GOMES, J, “Conflicto de intereses entre accionistas nos negocios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador” en AA.VV. *Conflito de interesses no direito societário e financeiro-Un balanço da crise financeira*, Almedina, 2010, pp. 142-143, MENEZES CORDEIRO, A. (Cord.), *op. cit.*, p. 1035, PAIS DE VASCONCELOS, P., *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, 2014, p. 147.

¹⁵²¹ *Vid. supra.*

¹⁵²² Se añade la tenencia indirecta, la votación por cuenta de otro que recoge el art. 524 LSC, también el artículo 348. 6 CSC hace referencia a este extremo.

- d) facilitarle cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a su favor o
- e) dispensarle de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme a lo previsto en el artículo 230.

b) La ampliación de las competencias de la CNMV.

En nuestro ordenamiento contamos con varios ejemplos que ilustran la competencia de las entidades supervisoras para suspender el derecho de voto de las personas que posean participaciones significativas u ejerzan y su influencia se contraria a la gestión sana y prudente de la entidad y que, en consecuencia, pueda dañar gravemente la situación financiera. En particular, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones puede suspender el voto de un titular de una participación significativa en una entidad aseguradora o reaseguradora (art. 86. 2 de la Ley 20/2015), mientras que el Banco de España el voto de un titular de una participación significativa en una entidad de crédito (art. 23 Ley 10/2014)¹⁵²³. Finalmente, la CNMV también tiene dicha habilitación suspensiva en relación con la participación significativa de una empresa de inversión (art. 180.1., b TRLMV). En cualquiera de los casos, la suspensión se puede prolongar durante un plazo de tres años.

Con base en los antecedentes legales expuestos, consideramos que si se adoptase la propuesta relativa a la suspensión del derecho de voto en casos de *negative voting* por las entidades supervisoras, se deberían ampliar las competencias de la CNMV para este fin. En efecto, como el *negative voter* despliega una estrategia caracterizada por el cortoplacismo y enfocada en la caída de cotización de la entidad emisora en la que invierten, la influencia que puede ejercer estos casos resulta contraria a la consecución de “un negocio rentable y sostenible a largo plazo”, lo que puede afectar a la gestión sana y prudente de la entidad emisora y perjudicar a su situación financiera. A mayor abundamiento, el Libro Verde sobre el gobierno corporativo de entidades financieras subrayaba que estas prácticas no sólo afectaban negativamente a la gobernanza de las sociedades cotizadas sino también a los mercados de valores¹⁵²⁴ lo que se respalda la competencia de la CNMV en la supervisión de estas prácticas.

¹⁵²³ Nótese que la participación significativa en entidades de crédito para activar la suspensión es de un 10% no obstante se excepciona el caso de que sea una influencia notable (art. 16 Ley 10/2014).

¹⁵²⁴ “Voto de un accionista que no tiene interés financiero correspondiente en la sociedad por la que vota,

En línea con lo dispuesto en el art. 180. 1., b) TRLMV para las personas que posean una participación significativa en una empresa de inversión La redacción del precepto sería la siguiente, la propuesta sería la siguiente:

Artículo .. Medidas para asegurar la gestión sana y prudente de la entidad.

Cuando existan razones fundadas y acreditadas para considerar que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en un emisor pueda resultar en detrimento de la gestión sana y prudente de la misma, dañando gravemente su situación financiera, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrá suspender los derechos de voto durante un plazo que no podrá exceder de 3 años.

Cabe señalar que sería una propuesta difícil de implantar pues se ha criticado la paulatina intromisión del Derecho administrativo en materias de gobierno corporativo¹⁵²⁵. Por esta razón, la Comisión de Expertos de Gobierno Corporativo prescindía en su Informe de la ampliación de competencias que la Propuesta del Código Mercantil otorgaba a la CNMV, tales como la solicitud de la convocatoria de junta, la asistencia o la impugnación de los acuerdos pues se considera, “una injerencia excesiva en la actividad societaria que no se justifica al contar con prerrogativas suficientes para tomar las medidas oportunas para la defensa del interés público respecto de las sociedades cotizadas¹⁵²⁶”. Asimismo, si no se facilita la debida trazabilidad de la posición larga y corta del accionista, por separado, no se podría valor la posición real del accionista. La última traba es que, a diferencia de otros Estados miembros que procedieron a modificar el régimen sancionador por incumplimiento de la comunicación de las participaciones significativas decretando la suspensión del voto, en España no se

con efectos potencialmente negativos sobre la integridad de la gobernanza de las empresas que cotizan en bolsa y de los mercados en los que se intercambian sus acciones”, en COMISION EUROPEA, *El gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración*, COM(2010) 284 final, p. 18.

¹⁵²⁵ A este respecto, esta cuestión es recurrente, pues ya se alertaba del control externo de la CNMV con motivo de la posible competencia sancionadora del supervisor por la contravención del códigos de *soft law* tras la introducción del art. 78 LMV por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, *vid.* a este respecto, SANCHEZ ANDRES, A., *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, 1999, McGraw Hill, pp. 164 y ss. En relación con esta cuestión, pero en el contexto del gobierno del gobierno corporativo de las entidades de crédito y la intromisión del Derecho administrativo *vid.* ALONSO LEDESMA, C., “La reforma del gobierno corporativo de las entidades de crédito” en *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño reformas pendientes y andantes*, Tirant Lo Blanch, 2016, pp. 79y ss;

¹⁵²⁶ INFORME COMISIÓN EXPERTOS EN GOBIERNO CORPORATIVO., p. 35

ha contemplado dicho extremo¹⁵²⁷. Por ende, resultaría cuestionable la posibilidad de extensión a este supuesto.

C) Prohibición estatutaria del voto del *negative voter*

Como última alternativa, habría de valorarse la posibilidad de introducir una cláusula estatutaria relativa a la prohibición del voto de aquellos accionistas que tengan un interés negativo en la sociedad. No obstante, el primer inconveniente de la autorregulación societaria es que no es el método apropiado para resolver la problemática asociada al *decoupling*, sino que es necesario una regulación de tipo preventivo de carácter general a través del Derecho societario¹⁵²⁸ pues tan solo la prohibición se extendería a los socios de sociedades que hayan incorporado esta cláusula cuando el impacto puede darse en todo el mercado.

El segundo inconveniente es que el tenor literal del art. 190. 3 LSC parece impedir que estatutariamente se prevean otros supuestos de abstención¹⁵²⁹, lo que haría necesario plantearse su modificación. En este sentido, hubiera resultado apropiado para este fin la propuesta de Código Mercantil pues establecía un deber general de abstención de conflicto en el apartado 1 del art. 231-63¹⁵³⁰. Otra perspectiva, también adecuada, sería que la enumeración de los casos de conflicto no fuera de carácter tasado como se recogía en el art. 55 del Proyecto de Ley de Sociedades de Responsabilidad. En derecho vigente, contamos también con un ejemplo que reforzaría esta segunda alternativa, el art. 26. 8 de la Ley de sociedades cooperativas¹⁵³¹ admite la inclusión de otros supuestos en los estatutos diferentes a los previstos el régimen general de las sociedades

¹⁵²⁷ Vid. *supra*, capítulo 3.

¹⁵²⁸ FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Los problemas societarios y de gobierno corporativo del llamado “voto vacío”...”, *op. cit.* P. 694. En contra, LOSADA LOPEZ, R., Activismo e ingeniería financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas y sus accionistas, *Documentos de trabajo-CNMV*, N°25, 2007, p. 35, se muestra a favor de la autorregulación societaria con respecto al establecimiento de las limitaciones al voto en función de la posición del socio que se determine.

¹⁵²⁹ Respecto a otro de los obstáculos que se ha solido señalar era el necesario consentimiento individual de todos los socios afectados –en nuestro caso, el *negative voter*- debido a la limitación de un derecho individual del socio, no obstante, en la STS 12. 11. 2014 precisa que sólo es necesario que el acuerdo se adopte por la mayoría de los afectados en atención a lo dispuesto en el art. 293 LSC, vid. . RECALDE CASTELLS, A. J., “Conflicto de intereses”..., *op. cit.*, p. 75, SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, pp. 346-347

¹⁵³⁰ Alertado de la inseguridad jurídica que puede generar una cláusula general sino se detallan estatutariamente los supuestos de abstención, vid. SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, *op. cit.*, p. 249.

¹⁵³¹ 26. 8: Los Estatutos establecerán los supuestos en que el socio deba abstenerse de votar por encontrarse en conflicto de intereses, incluyendo en todo caso aquéllos previstos en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada.

de capital¹⁵³². Sentados estos precedentes, como propuesta de *lege ferenda*, se sugiere una modificación del tenor siguiente:

3. Salvo que los estatutos establezcan otros supuestos determinados de abstención, en los casos de conflicto de interés distintos de los previstos en el apartado 1, los socios no estarán privados de su derecho de voto. No obstante, cuando el voto del socio o socios incurso en conflicto haya sido decisivo para la adopción del acuerdo, corresponderá, en caso de impugnación, a la sociedad y, en su caso, al socio o socios afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social. Al socio o socios que impugnen le corresponderá la acreditación del conflicto de interés. De esta regla se exceptúan los acuerdos relativos al nombramiento, el cese, la revocación y la exigencia de responsabilidad de los administradores y cualesquiera otros de análogo significado en los que el conflicto de interés se refiera exclusivamente a la posición que ostenta el socio en la sociedad. En estos casos, corresponderá a los que impugnen la acreditación del perjuicio al interés social.

En conclusión, la *ratio* de cualquiera de estas propuestas se encuentra en preservar el deber de fidelidad abstracto del socio que, en caso de incumplimiento, llevaría a la impugnación del acuerdo por contrario a la ley o los estatutos, pero no implicaría una sanción específica por dicho incumplimiento como sí acontece a los administradores al incumplir el deber de lealtad. Por lo tanto, el efecto de estas propuestas quedaría atenuado si no se concreta un deber de fidelidad o lealtad del socio con una sanción específica que incluya la devolución de lo obtenido con su conducta de *negative voter* en caso de transgredir la suspensión del derecho de voto que posteriormente se analizará¹⁵³³.

4. 3. La limitación del voto en casos de riesgo económico positivo.

A) La redacción de una cláusula anti empty voting

En relación a los supuestos de *empty voting* que se cubre el riesgo de la posición pero sin llegar a una posición neta negativa, quienes defienden la regulación del *decoupling* en función de la gravedad de la estrategia o *incremental approach* defiende que sea

¹⁵³² Una autonomía estatutaria limitada pues, de un lado se ha prever en todo en los estatutos dicha materia que ha de comprender los casos de abstención del régimen de las sociedades de capital, vid. SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, op. cit., p. 251.

¹⁵³³ V. infra

cada sociedad la que determine si limita el derecho de voto en los supuestos de *empty voting*¹⁵³⁴.

A la vista de las eventuales limitaciones legales que se han señalado, se ha examinado cómo se debería proceder a la modificación de los estatutos para la incorporación de una cláusula anti-*empty voting*. La disposición habría de ser de carácter neutral, es decir, susceptible de aplicación a todos los accionistas por igual con independencia de su participación, del tiempo de permanencia en la sociedad o del tipo de tenencia de acciones. La cláusula debe contemplar la restricción del voto en función del interés económico que ostente el accionista, de forma que se atenderá al nivel de cobertura que se haya utilizado. Con esta medida se consigue evitar las cláusulas que prohíben el ejercicio del voto a aquellos accionistas cuya participación representa un mínimo desequilibrio entre riesgo y voto¹⁵³⁵.

A este respecto, se ha que concretar qué se entiende por *empty voting* para la articulación de la cláusula. Cabe destacar que no existe una definición legal sobre este fenómeno tan sólo se cuenta con la delimitación dada por la doctrinal¹⁵³⁶ y algunas manifestaciones en la jurisprudencia sobre sus contornos. La aportación más reciente, se encuentra en el caso *Telus* al englobar en el concepto de *empty voting* “una serie de tácticas usadas por los inversores para disociar el derecho de voto del interés económico de la acción. La disociación del interés económico del voto, implica que un inversor puede tener un poder de voto de control sobre una compañía sin ostentar una posición económica a largo o corto plazo en la compañía. (...) Cuando un inversor tiene votos pero no soporta el interés económico de la acción, los intereses de dicho inversor pueden no estar en la maximización de la compañía. Los intereses del *empty voter* y de otros accionistas no están alineados por lo que la premisa que subyace al derecho de

¹⁵³⁴ Los precursores fueron, HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt *Decoupling* and Empty Voting II: Importance and Extensions”, 156, *University of Pennsylvania Law Review*, p. 697: “Power to condition voting rights on attributes of the shareholder, such as whether the shareholder holds coupled or related non-host assets”. Sin referirse a medidas específicas, KAHAN, M., y ROCK, E.B., p.1092 son partidarios que las soluciones a los problemas que acarrear las estrategias activistas como puede ser el *empty voting* sean caso por caso, es decir, que cada sociedad adopte medidas específicas (“adaptive devices”).

¹⁵³⁵ En favor de esta cláusula, sus precursores fueron HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt *Decoupling*...”, *op.cit.*, p. 701, también en Europa, se ha estudiado su viabilidad, *vid.* ZANONI, A., “Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective”, *Global Jurist*, Vol. 9, No. 4, 2009, p. 20, MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, *op. cit.*, p. 222.

¹⁵³⁶ Analizado, in extenso en capítulo 2.

voto, es decir, que los accionistas tienen un interés común que es maximizar su inversión desaparece”¹⁵³⁷.

Habida cuenta de la inexistencia de una definición cualitativa del *empty voting*, resultaría más sencillo determinar cuantitativamente si la posición de cobertura de un accionista le impide ejercer el derecho de voto. Para proceder al cálculo de la posición, se deberían incluir todas las operaciones, tanto el recurso a derivados como el préstamo de valores. En caso contrario, los *empty voters* eludirán las disposiciones acudiendo a métodos de *decoupling* no previstos estatutariamente¹⁵³⁸. A este respecto, se ha querido buscar algún paralelismo con otras ramas del Derecho, como es el Derecho tributario que ya ha tenido que lidiar con situaciones en las que el inversor ha reducido los riesgos en una inversión. En esta rama del Derecho, se han practicado operaciones en las que un accionista quiere obtener liquidez de su inversión sin llegar a vender las acciones, pues ello acarrearía obligaciones impositivas. La solución adoptada para estas operaciones es la fijación de un standard de operaciones *ex ante*, siendo perseguidos los incumplimientos *ex post*. En concreto, en EEUU, la Sección 1259 del Internal Revenue Code¹⁵³⁹, recoge las “*constructive sales*” que abarcan las ventas en corto, *swaps*,

¹⁵³⁷ No obstante, en el caso *TELUS Corporation v. CDS Clearing and Depository Services Inc.*, Docket S126154 (Sept. 11, 2012, Supreme Court, British Columbia), 24- 25

¹⁵³⁸ MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, *op. cit.* 221.

¹⁵³⁹ Sección 1259 del Internal Revenue Code (a) In general If there is a constructive sale of an appreciated financial position—

(1) the taxpayer shall recognize gain as if such position were sold, assigned, or otherwise terminated at its fair market value on the date of such constructive sale (and any gain shall be taken into account for the taxable year which includes such date), and

(2) for purposes of applying this title for periods after the constructive sale—

(A) proper adjustment shall be made in the amount of any gain or loss subsequently realized with respect to such position for any gain taken into account by reason of paragraph (1), and

(B) the holding period of such position shall be determined as if such position were originally acquired on the date of such constructive sale.

(b) Appreciated financial position For purposes of this section—

(1) In general

Except as provided in paragraph (2), the term “appreciated financial position” means any position with respect to any stock, debt instrument, or partnership interest if there would be gain were such position sold, assigned, or otherwise terminated at its fair market value.

(2) Exceptions The term “appreciated financial position” shall not include—

(A) any position with respect to debt if—

(i) the position unconditionally entitles the holder to receive a specified principal amount,

(ii) the interest payments (or other similar amounts) with respect to such position meet the requirements of clause (i) of section 860G(a)(1)(B), and

(iii) such position is not convertible (directly or indirectly) into stock of the issuer or any related person,

(B) any hedge with respect to a position described in subparagraph (A), and

(C) any position which is marked to market under any provision of this title or the regulations thereunder.

(3) Position

The term “position” means an interest, including a futures or forward contract, short sale, or option.

(c) Constructive sale For purposes of this section—

forwards o cualquier otro tipo de operación con derivados que tengan los mismos efectos. Este tipo de operaciones han de tratarse fiscalmente como si se hubieran vendido las acciones, pues se ha hecho “de facto” de manera “constructiva” mediante el recurso a derivados o préstamo de valores¹⁵⁴⁰.

En cuanto a qué operaciones sobre acciones suponen una *constructive sale*, cabe afirmar que son aquellas que han eliminado el riesgo de pérdida de la acción (*substantially all*), por lo que tienen una oportunidad de ganancia como así lo ha establecido la *Office of Chief Counsel*. Para evaluar si una transacción implica una eliminación substancial del riesgo “*substantially all risk*”, hay que tener en cuenta cuatro factores: la volatilidad del precio de la acción, la diferencia entre el “*exercise price*” de una put o call, la madurez de la transacción y el derecho a recibir dividendos por parte del sujeto impositivo. La práctica ha puesto de manifiesto que estaríamos ante operaciones que se asemejan a la venta de más del 80% de las acciones que tenga un inversor. Esta reglamentación se aplicó en el caso *Anschutz Co, v. Commissioner of Internal Revenue*, 135 T. C. No 5, 2010 que se consideró que un “*variable prepaid forward*” con una variación superior al 20% del número de acciones que han de entregarse no implicaba la eliminación substancial de todos los riesgos asociados al precio de la acción, de forma que no era una *constructive sale*¹⁵⁴¹.

Sobre el funcionamiento de la cláusula, la prohibición de votar se verificará *ex ante*. Todo accionista significativo¹⁵⁴² declarará a la sociedad en el momento del ejercicio del

(1) In general A taxpayer shall be treated as having made a constructive sale of an appreciated financial position if the taxpayer (or a related person)—

(A) enters into a short sale of the same or substantially identical property,

(B) enters into an offsetting notional principal contract with respect to the same or substantially identical property,

(C) enters into a futures or forward contract to deliver the same or substantially identical property,

(D) in the case of an appreciated financial position that is a short sale or a contract described in subparagraph (B) or (C) with respect to any property, acquires the same or substantially identical property, or

(E) to the extent prescribed by the Secretary in regulations, enters into 1 or more other transactions (or acquires 1 or more positions) that have substantially the same effect as a transaction described in any of the preceding subparagraphs.

(...)

¹⁵⁴⁰ PARTNOY, F., “U.S. Hedge Fund Activism”, *op. cit.*, pp. 16-17.

¹⁵⁴¹ *Ibid.* pp. 17-18.

¹⁵⁴² Las razones que aducen para que el pequeño accionista no se vea sometido a esta declaración se debe a que los costes que le implica al pequeño accionista este tipo de operaciones, no le resultan rentables. Generalmente, si recurren a instrumentos financieros es para únicamente función de cobertura, asimismo, en el caso que hubiera *empty voting* del pequeño accionista no supondría una influencia clara para la

voto que sus acciones (los derechos de voto) no exceden del interés económico que ostentan¹⁵⁴³. Sobre la fecha de declaración, ha de realizarse el día de la *record date* dado que el interés económico de las acciones puede variar con el precio de la acción. Con esta declaración se excluirán las acciones viciadas de *empty voting* del cómputo para la determinación de la adopción del acuerdo por la mayoría al igual que ocurre con las *treasury shares* o acciones de las filiales. En cuanto al incumplimiento de la cláusula, resulta difícil que el accionista falsee su interés económico en caso de que se establezcan medidas de comunicación de participaciones significativas completas; no obstante, quedará a salvo la vía judicial en aquellos supuestos de falseamiento de la comunicación en los que se podrá hasta repetir la votación. En cualquier caso, esta propuesta refleja una cláusula estatutaria con una exigencia de comunicación no muy restrictiva, en tanto que solo cubre el interés económico en dichas acciones, sin abarcar índices o participación en otras sociedades; aun así se conseguiría que el voto sea ejercido por aquellos que promueven la maximización del interés social¹⁵⁴⁴.

B) Examen de la admisión de la cláusula.

La introducción de una cláusula *anti-empty voting* no sólo cuenta con el problema de determinar cuándo nos encontramos ante una situación de *empty voting* sino también con la dificultad que supone su introducción en nuestro ordenamiento. En efecto, a menos que el legislador permita que las sociedades puedan incluir en sus estatutos otros supuestos de abstención del ejercicio del derecho de voto¹⁵⁴⁵, será ilegal la incorporación de una cláusula que admita la limitación del voto basado en el interés económico del accionista.

Con el fin de preservar la legalidad, se ha intentado realizar interpretaciones extensivas de aquellos preceptos que regulan la proporcionalidad y las excepciones al principio. En particular, dado el enfoque norteamericano del que parte el *incremental approach*, se ha

sociedad. Asimismo, supondría un nuevo obstáculo para que ejercieran el voto el pequeño accionista que destaca por su pasividad, HU, H. T. C y BLACK, B., “The new vote buying...”, p. 700.

¹⁵⁴³ Se eliminan de la comunicación la posición larga en una sociedad y corta en un índice que incluye la compañía en cuestión, como tampoco se prevé la inclusión de los *related non host assets*, vid. HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt *Decoupling* and Empty Voting II: Importance and Extensions”, 156, *University of Pennsylvania Law Review*, p. 700-701.

¹⁵⁴⁴ *Ibid.*, p. 699-701.

¹⁵⁴⁵ Estaríamos ante un “*midstream charter amendment* por lo que tendría que aprobarse la modificación estatutaria por una mayoría de accionistas “not affiliated” de forma separada a otros puntos en el orden del día. Económico, v. KRAAKMAN, R. (Et al.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, OUP Oxford, 2ª Ed. 2009.

examinado en el Estado de Delaware, la sección 212 a del Título 8 Del. Code. Ann.¹⁵⁴⁶ puede interpretarse en el sentido de reconocer implícitamente la admisión de desviaciones a la regla *one share-one vote*. No obstante, una interpretación restrictiva de la regla nos lleva a la conclusión opuesta, pues el precepto, aunque admite que se pueden determinar el número de votos por acción (*If the certificate of incorporation provides for more or less than 1 vote for any share...*), no permite que se establezca el número de votos en función del interés del socio, tal como ocurriría en el caso de cobertura de la posición en la sociedad¹⁵⁴⁷, circunstancia que impide la modulación del derecho de voto en función del riesgo cubierto por el accionista. Asimismo, las reglas de las *self regulatory organizations* (SRO) como es la New York Stock Exchange tendrían que flexibilizarse, con el fin de admitir excepciones al principio de proporcionalidad para adaptarse a la realidad cambiante tanto de los mercados como de las sociedades que cotizan en los mismos¹⁵⁴⁸.

Respecto a Europa, aunque la situación no varía, es cierto que se permiten restricciones al derecho de voto tales como la implantación de techos de voto recogida en el art. 188 LSC en sociedades de capital en general. De manera particular, respecto a las sociedades cotizadas, el art. 527 LSC establece la validez de las cláusulas que “directa o indirectamente, fijen con carácter general el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista” aunque quedan sin efecto cuando, ante una OPA, el adquirente alcanza un porcentaje igual o superior al 70% del capital que confiera derechos de voto. Del tenor literal del precepto no se puede inferir que sean válidas las cláusulas que articulen la limitación del voto en función del riesgo económico soportado por el accionista pues el techo de voto se anuda a la persona, al accionista¹⁵⁴⁹, y no a las

¹⁵⁴⁶ 212 a del Título 8 Del. Code. Ann. (a): *Unless otherwise provided in the certificate of incorporation and subject to § 213 of this title, each stockholder shall be entitled to 1 vote for each share of capital stock held by such stockholder. If the certificate of incorporation provides for more or less than 1 vote for any share, on any matter, every reference in this chapter to a majority or other proportion of stock, voting stock or shares shall refer to such majority or other proportion of the votes of such stock, voting stock or shares.*

¹⁵⁴⁷ HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt *Decoupling* and Empty Voting II: Importance and Extensions”, 156, *University of Pennsylvania Law Review*, p. 697: “Power to condition voting rights on attributes of the shareholder, such as whether the shareholder holds coupled or related non-host assets”

¹⁵⁴⁸ No obstante, HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt *Decoupling* and Empty Voting II...”, p. 700, reiteran que existe la regla que establece que “*voting rights cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance*”.

¹⁵⁴⁹ Las sociedades cotizadas que en el año 2015 contaban con restricciones de voto son, en el IBEX 35: Banco popular español, S.A, Banco Santander S.A, Indra sistemas SA, Repsol SA, Telefónica SA. Entre las sociedades cuya capitalización bursátil es superior a 500 millones de €: Ence energía y celulosa SA,

características de la participación, como puede ser el riesgo soportado. Por ello, aquellas limitaciones estatutarias que no se circunscriban a limitar el número máximo de votos por accionista no serán válidas y se estimará su impugnación por contraria a la LSC.

A mayor abundamiento, del análisis de las desviaciones al principio de proporcionalidad en otros Estados miembros¹⁵⁵⁰ tampoco se puede extraer otra conclusión al respecto a la limitación del derecho de voto por la condición de *empty voter*. Con el fin de solventar esta situación, sería necesario *de lege ferenda* ampliar las restricciones de voto con carácter general con el fin de posibilitar la restricción del voto en casos de *empty voting*. Previsión que puede a su vez volverse en contra del buen *empty voting* pues sería una vía abierta al reforzamiento del control en sociedades cotizadas. Por lo tanto, entendemos que habría de focalizar solo las medidas generales con respecto al *negative voting*. En último término, que sea a nivel societario, donde se pueda admitir la suspensión del voto del *empty voter*.

Con todo, volvemos a encontrarnos en el punto de partida, la solución del *empty voting* se va a ver postergada a la impugnación. Otra alternativa, como ya se había apuntado, sería aquella que, en vez de prohibir directamente el voto del *empty voter*, prohíba la cobertura de dichas acciones, en semejanza con aquellos ordenamientos que han prohibido las ventas en corto o las coberturas de acciones por parte de *insiders*¹⁵⁵¹. El problema es que reducirá el buen *empty voting*, por lo que sería necesario que se ciña a los casos adversos. Se nuevo, se ha de reiterar la transparencia como remedio para facilitar la acreditación de que el acuerdo adoptado es contrario al interés social o a los estatutos sociales¹⁵⁵², como puede ser por ejemplo, exigiendo al *empty voter* que comunique su posición total en la sociedad, incluyendo posiciones en otras sociedades

Pharma Mar SA. Finalmente, entre las sociedades cuya Capitalización inferior a 500 millones de €: Abengoa SA, Grupo empresarial San José SA, Montebalito SA, Promotora de informaciones SA, vid. CNMV, *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales –Ejercicio 2015*.

¹⁵⁵⁰ V. analiza las desviaciones más importantes al osov, no constatándose las limitaciones al voto en atención al riesgo económico.

¹⁵⁵¹ MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, op. cit. p. 223, cfr. KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot...”, p. 1506. En este sentido, Canadá

¹⁵⁵² Aunque circunscrito a sociedades limitadas, V. DÍAZ RUIZ, E., “Reflexiones sobre la aplicación de la institución del voto vacío (empty voting) en las sociedades de responsabilidad limitada”, *E-prints UCM DT* del Departamento de Derecho Mercantil, n° 79, 2013; disponible en: <http://eprints.ucm.es/23794/>

relacionadas¹⁵⁵³. De este modo, gracias a este tipo de cláusulas, en un primer término, se hacen transparentes estas situaciones al resto del accionariado. En un segundo nivel, de carácter más restrictivo, lo ideal sería que, una vez comunicada la situación de *empty voting*, se descontaran sus acciones del cómputo de la mayoría; o bien, requerir al *empty voter* que solicite a quien ostenta el interés económico, que le indique instrucciones de voto¹⁵⁵⁴.

4.4. Métodos de reasignación del derecho de voto

A) Recoupling y hidden morphable ownership

En aquellos casos en los que gracias al recurso a derivados y a la debida cobertura de la posición en el mismo o *delta hedging*, el interés económico del accionista es igual a cero se ha de valorar qué medidas se han de adoptar para localizar donde se encuentra el interés económico de las acciones. Esta disociación se puede producir a través de la contratación de un *equity swap*, gracias al cual la parte corta cubre su posición mediante la compra de las acciones sobre las que se ha referenciado el contrato. La parte larga tiene derechos de carácter informal, en función de las prácticas usuales del mercado. Estos derechos son, de una parte, finalizar el *swap*, comprar las acciones y ejercer el derecho de voto y, de otra, puede instruir al *dealer* sobre cómo ejercer el derecho de voto durante la duración del contrato.

Como ya se ha examinado¹⁵⁵⁵, en casos de tenencia indirecta se genera también una disociación entre la titularidad real y titularidad formal, es decir, quien se identifica como accionista no soporta el riesgo de la inversión, circunstancia que se agrava si el supuesto beneficiario último también acude a la cobertura de su posición. Por añadidura, la inversión extranjera aumenta más el alejamiento entre el titular formal y real. No obstante, esta disociación creada por el propio sistema tenencia de acciones se ha visto reducida tanto en EEUU como en Europa gracias a la reunificación o “*recoupling*” del derecho de voto en quien tiene el interés económico de las acciones, mediante la impartición de instrucciones de voto por parte de aquél que tiene el interés económico o

¹⁵⁵³ CLOTTENS, C., “Empty Voting: A European Perspective”, *ECFR*, 4, 2012, p. 473. MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, *op. cit.* P. 222.

¹⁵⁵⁴ MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, *op. cit.* p. 222; ZANONI, A., “Hedge Funds' Empty Voting”, *op. cit.*, p. 20; LEE, M., “Empty voting: private solutions...”, p. 907: Sobre estas cláusulas tenemos a Sara Lee, McDonalds, Microsoft y Boeing.

¹⁵⁵⁵ *Vid. supra*. Capítulo 2

*beneficial owner*¹⁵⁵⁶. En particular, en España, gracias a la reforma del art. 524 LSC por la Ley 31/2014 permite fraccionar el voto del intermediario financiero, que aparece como legitimado para el ejercicio del derecho de voto y admite la delegación del voto a titulares indirectos o a terceros designados por estos. Con este precepto se consigue que la toma de decisiones se lleva a cabo por quien tiene verdadero interés en la sociedad.

Dada la similitud entre los tipos de tenencia contemplados, se aboga por la reunificación del binomio riesgo-poder fracturado por la innovación financiera en casos de *hidden morphable ownership*¹⁵⁵⁷ mediante la aplicación extensiva del régimen de tenencia indirecta de acciones. Como la innovación financiera crea titularidades indirectas de hecho al manifestarse derechos de carácter informal como es el ejercicio derecho de voto en el sentido que determina la parte larga de un swap¹⁵⁵⁸, se propone su reconversión en derechos formales mediante la unificación del derecho de voto con la propiedad económica¹⁵⁵⁹. De este modo se podría evidenciar que el propietario oculto que vote ha recurrido a esta técnica con el fin de obtener los votos de una persona interpuesta que no se encuentre en conflicto, pues al conferirle los votos, el presidente de la junta determinará el deber de abstención del propietario oculto¹⁵⁶⁰.

¹⁵⁵⁶ Vid. *supra*. Capítulo 4.

¹⁵⁵⁷ En relación con EEUU, vid. HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, p.703-704; en un sentido similar, en Europa, vid. CLOTTENS, C., “Empty Voting...”p. 475, PERESTRELO DE OLIVEIRA, M., “Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais”, Revista de direito das sociedades, 2013, p. 601-602, así como también en España, ALONSO UREBA, A./ RONCERSO SANCHEZ, A., “Sobre la admisibilidad en Derecho español vigente de las operaciones de captación del derecho de voto de accionistas en sociedades cotizadas: solicitud de representación , derivados financieros y compra de votos” en AA.VV. *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, 2013.

¹⁵⁵⁸ En este mismo sentido, en Portugal, cuyo sistema de tenencia directa de valores se asemeja al nuestro, se ha pronunciado sobre esta similitud, FIGUEIREDO, A., *Negócio fiduciário perante terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, 2011, p. 408. Asimismo, en Italia, FERRARINI, G., “Prestito titoli...”, *op. cit.*, pp. 657- 658, se asemeja a un caso de persona interpuesta cuando el accionista, vende sus acciones, pero a la vez contrata un equity swap en el que se sitúa como parte larga por el mismo número de acciones que ha vendido, obteniendo de facto el derecho de voto si la parte corta ha cubierto su posición en el derivado mediante la compra de acciones. En este mismo sentido, asimilando los equity swaps a una estrategia de tenencia de acciones por persona interpuesta, vid. ALEMANY EGUIDAZU, J., “Las personas interpuestas...”, p. 17 : “El TRS (...) su causa concreta es la creación de una titularidad formal del accionista y una titularidad sintética del asunto del riesgo. El TRS es un buen disfraz del interposición, que ostentaría los derechos políticos frente a la sociedad, sin los derechos económicos”.

¹⁵⁵⁹ “Dealers who hold matches shares to hedge a short equity swap position with a known counterparty should be treated the same as record owners, and should pass voting rights on to the counterparty” .HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, p.70-704

¹⁵⁶⁰ Como se apuntaba, el art. 190 LSC parece que no se extiende tras la reforma al conflicto indirecto, en este caso que se genera en la parte larga del swap que acude a este método de interposición. Gracias al *recoupling*, estaríamos ya ante un conflicto directo. Si bien, con anterioridad a la Ley 31/2014, se reconocía que el voto del accionista fiduciario sería válido salvo fraude de ley que se hubiera acudido a una persona interpuesta para eludir una norma lo que determinaría la impugnabilidad del acuerdo si el

No obstante, el *recoupling* no se produciría en todos los casos sino sólo en aquellos en los que la parte corta del derivado ha cubierto su posición a través de la compra de las acciones que se han elegido como activo subyacente y la parte larga ejerce una influencia determinate sobre el sentido del voto. Como base para esta argumentación, tenemos el art. 5. 1. d) RDOPAS que asimila la parte larga de un swap a la tenencia de acciones por persona interpuesta¹⁵⁶¹. No obstante, no se daría en aquellas situaciones en las que no se conozca a la contraparte pues implica elevados costes su detección¹⁵⁶². Asimismo habría que establecer una “regla de *minimis*”, es decir, que impida al *dealer* que proceda al *recoupling* cuando no haya cubierto todas las acciones sino la mayoría¹⁵⁶³. Tampoco se le exigirá al titular formal de las acciones, es decir, la parte corta del swap, que examine si la parte con el interés económico también ha procedido a su cobertura, ya que serían aplicables en este sentido las previsiones sobre la limitación o la prohibición del derecho de voto que hemos estudiado¹⁵⁶⁴.

La aplicación extensiva del art. 524 LSC a supuestos de *decoupling* contará con ciertos impedimentos. En primer lugar, será necesario que se asimile la parte corta de un derivado a una “entidad intermediaria” y la parte larga de un swap con el “cliente” tal como se refiere el art. 524 LSC al titular formal y real respectivamente. En segundo lugar, el carácter voluntario del precepto al referirse a “podrán delegar” provocará que no sea utilizado en las tenencias indirectas de *facto* ya que su propósito es mantener

voto hubiera sido determinate para su adopción, vid. CAMARA LAPUENTE, “ Operaciones fiduciarias...”, op. cit. p. 35. No obstante, muestran la dificultad para dicha prueba cuando es el accionista (parte larga del *swap*) quien ejercita el derecho de voto, siendo necesario la prueba de que el swap fue celebrado con el único motivo de la compra de votos por la parte larga del *swap*, vid. ALONSO UREBA, A., y RONCERO SANCHEZ, A., “Sobre la admisibilidad en derecho español vigente de las operaciones de captación del derecho de voto...”, pp. 725-726.

¹⁵⁶¹ En igual sentido, en Portugal, la doctrina ha procedido a la equiparación de la parte larga del swap al sujeto imputable de los votos relativos a acciones adquiridas por la parte corta del swap por lo que consideran viable la aplicación del art. 20º 1 a Cdv (*os votos inherentes a acções detidas por terceiros em nome proprio, mas por conta do participante, sao imputáveis a este último*) en este sentido se han pronunciado FIGUEIREDO, A., Negócio fiduciário perante terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários, 2011, p. 557, PERESTRELO DE OLIVEIRA, M., “Instrumentos financeiros...”, op. cit., pp. 601-602.

¹⁵⁶² CLOTTENS, C., “Empty Voting...”, p.475 nota a pie 177.

¹⁵⁶³ *Ibid*, p. 704.

¹⁵⁶⁴ Esta transferencia de los derechos de voto implicaría la desaparición de la *hidden morphable ownership* en EEUU, pues los Sch. 13 D y 13 G son comunicables cuando hay derechos de voto, si el *derivatives dealer* le pasa los derechos de voto, entonces habría de comunicarlos en virtud del pasar el 5%. No obstante las *transfer rules* no afectarán el reporting de la 13 f form. Asimismo supondrá que desaparecerá el *corporate soft parking*, HU, H. T. C., y BERNANRD, B. S., “Equity and Debt ...”, p.704.

ocultas estas prácticas¹⁵⁶⁵. Por este motivo, sería necesario la delegación obligatoria en todos los casos o de lo contrario, prohibir el derecho de voto de la entidad que no haya recibido instrucciones del titular real.

Una segunda posibilidad, en torno a la asimilación de supuestos de *decoupling* a la transmisión fiduciaria, sería la introducción un precepto similar al art. 231-35 de la Propuesta de Código Mercantil en el que aplicaba a este tipo de transmisión las reglas del usufructo de acciones¹⁵⁶⁶ que justificaría así la innecesaria delegación obligatoria pues ya se redistribuye el ejercicio del voto: *Las reglas previstas en esta Subsección para el usufructo serán de aplicación a la transmisión fiduciaria de participaciones y de acciones, cualquiera que sea la forma en que se hubiera efectuado*. Entonces, en aplicación del art. 127 LSC relativo al usufructo de acciones, el fiduciante se asimilaría al nudo propietario en quien reside la cualidad del socio (parte larga del swap que ha cubierto su posición) al menos frente al fiduciario; mientras que el fiduciario se asemejaría al usufructuario al que le corresponderían los dividendos acordados (parte corta del *equity swap*), que no obstaría, para que sea revertida una cantidad equivalente al fiduciante en virtud de los pactos internos del contrato de *swap*.

B) La neutralización del riesgo y la record date .

Cabría hacer una mención específica al *empty voting* que ocurre en fechas cercanas a la *record date*, es decir, un inversor con el propósito de figurar como titular legítimo de las acciones recurre a la compra de acciones o al préstamo de valores y, transcurrida la fecha de registro, vende las acciones o finaliza el préstamo; por consiguiente, el riesgo de la inversión es de cero. Las medidas para reducir estos supuestos, además de las

¹⁵⁶⁵ A este respecto, los G20/OCDE, Principles of Corporate Governance, 2015, en relación al punto III relative a los inversores institucionales: Votes should be cast by custodians or nominees in line with the directions of the beneficial owner of the shares

¹⁵⁶⁶ En contra de la remisión, FELIU REY, M. I., “La proyectada y non nata regulación de la transmisión fiduciaria de participaciones y acciones” en AA.VV., *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, Universidad Carlos III, 2015, p. 674. *En realidad el art 231-35 PCM, mediante la remisión a las normas del usufructo, solo pretende realizar una simple y sencilla distribución de facultades entre fiduciante -fiduciario. Es decir, de esta forma, se establece a quien corresponde -en el del ámbito propiamente fiduciario- el derecho de voto, la percepción de los “frutos”, quien ostenta la verdadera condición de propietario, quien es titular del derecho de preferencia, qué criterios deben utilizarse en relación con la liquidación de la transmisión fiduciaria, etc... y todo ello debidamente informado y matizado por la concreta causa fiduciaria (garantía, gestión, mandato, etc...) que deberá ser tenida en cuenta y que constará (expresamente o no) en el título constitutivo (...) De esta forma, y desde esta perspectiva, la remisión a las normas del usufructo resulta equivocada, o cuanto menos, estrecha. Es decir, y siempre desde esta visión, no todas las transmisiones fiduciarias, no todos los negocios fiduciarios, podrán ser acomodados en el régimen del usufructo de acciones y de participaciones sociales.*

anteriormente comentadas, consistirían en fijar la fecha de *record date* cercana a la junta general¹⁵⁶⁷; como se ha señalado¹⁵⁶⁸, en el caso de España, la fecha se sitúa con 5 días de antelación de la junta, debido al sistema de tenencia resultaría arduo conseguir reducir dicha fecha. No obstante, como hemos tenido oportunidad de señalar, cabría aumentar la transparencia sobre este tipo de operaciones al comunicar a la sociedad aquellas situaciones de *record date capture* tal como sucede en Francia o Portugal¹⁵⁶⁹.

En otro plano, se podría añadir un régimen más severo en torno al préstamo de valores y la *record date*, como ya se ha sostenido¹⁵⁷⁰, es decir, obligar al prestamista a solicitar la devolución de sus acciones (*recall*) antes de la *record date* para ejercer el derecho de voto en la junta general. No obstante, este tipo de medida puede afectar al mercado, ya que podría reducir la liquidez de las acciones de cierta sociedad durante el periodo de la junta general¹⁵⁷¹; también peligra que se produzca dicho *recall* de manera voluntaria por parte de inversores institucionales¹⁵⁷².

Igualmente, como tuvimos oportunidad de analizar con anterioridad, la Industria considera una mala práctica tomar prestadas acciones con el único propósito de votar en la junta general. También desde los *Stewardship Codes*¹⁵⁷³ que se aplican a los inversores institucionales se recomienda que en su política de voto contemplen el derecho a ejercer el *recall* y determinar cuándo lo ejercen, por el contrario, .

¹⁵⁶⁷ KAHAN, M/ ROCK, E. B., “The Hanging Chads of Corporate Voting.”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 96, 2008, p. 1270: *Adjusting the relation between the record date and the meeting announcement. En atención a los problemas de overvoting que ocurren en EEUU, también proponen un cambio en el sistema de tenencia de valores en EEUU hacia otros sistemas, como el Español, o Georgeson, que vote beneficial owner.*

¹⁵⁶⁸ *Vid. supra*, capítulo 2

¹⁵⁶⁹ *Vid. supra*, capítulo 3

¹⁵⁷⁰ *Vid. supra*, capítulo 4. 1.

¹⁵⁷¹ ESME; *First report of esme on the transparency directive (“td”)*, disponible en: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/05122007_td_report_en.pdf

¹⁵⁷² A este respecto, RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling...”, *op. cit.*, pp. 44-45

¹⁵⁷³ *V. infra*, capítulo 3.

C) La distribución del voto en función del riesgo soportado: delta hedging

a) Allocation of rights theory

Una medida más amplia que el *recoupling* o el deber de *recall* en el préstamo de valores es la propuesta de distribución del voto teniendo en cuenta la cobertura de la posición en la sociedad¹⁵⁷⁴.

El derecho de voto se corresponderá con la posición residual del accionista una vez sustraídas las posiciones cortas, asimismo en aquellos casos que el accionista tenga un interés igual a cero se trasladará el voto a quien ostente el interés real de la acción. Esta medida implicaría apartarse del principio de proporcionalidad, además de que el número de votos no sería fijo pues estaría sujeto a cambios en función del recurso a instrumentos financieros. Lo que propugnan estos autores no es que el accionista que haya comprado una acción tenga el voto sino que el “*average holder*” del capital de la sociedad reciba el voto¹⁵⁷⁵.

La privación del derecho de voto se produciría sólo cuando el inversor tenga una posición corta transcendente (*substantial short position*¹⁵⁷⁶) sobre sus acciones ya que no tiene los mismos incentivos que aquellos accionistas que sí soportan todo el riesgo de su inversión pues promueven acuerdos contrarios al interés social¹⁵⁷⁷. A su vez, se defiende el ejercicio del derecho de voto por aquellos que no tienen acciones pero sí tienen un interés económico sobre las acciones (“*non share positions*”¹⁵⁷⁸) siempre que se pueda anudar el citado interés a una acción con voto¹⁵⁷⁹. En suma, esta rompe con la concepción de la anudación del interés residual al accionista, pues los derivados *equity* y el préstamo de valores consiguen escindir dicho atributo del socio¹⁵⁸⁰.

La dificultad de su puesta en práctica reside en que la estructura del capital de la sociedad puede provocar que todos aquellos que tengan un interés en la sociedad

¹⁵⁷⁴ PARTNOY, F., “U.S. Hedge Fund Activism” en AA.VV., *Research Handbook on Shareholder Power*, Elgar Press, 2015.

¹⁵⁷⁵ PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., “Encumbered shares”, *op. cit.* p. 807-808.

¹⁵⁷⁶ En la terminología que seguimos, es un caso de *negative voting*.

¹⁵⁷⁷ PARTNOY, F., “U.S. Hedge Fund...”, *op. cit.*, p. 32.

¹⁵⁷⁸ En este caso, sería el equivalente a la *hidden ownership*.

¹⁵⁷⁹ PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., “Encumbered shares”, *op. cit.* p. 806.

¹⁵⁸⁰ El interés residual no se encontraría siempre en el accionista, sino que una posición en derivados puede albergar dicho interés económico, vid. PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., “Encumbered shares”, *op. cit.* p. 804-809

quieran ejercer el derecho de voto. Para distinguir aquellos con un interés real en la sociedad, se propone la valoración de la delta de la posición en derivados del inversor y añadir dicho valor a la cantidad residual que dispone¹⁵⁸¹. El hecho de que este método determine la potencia de voto implica que el número de votos sea indeterminado y sujeto a cambios a lo largo del tiempo pues la delta es variable. Ante esta indeterminación, se volvería así al punto de partida, esto es, justificar la idoneidad del principio de proporcionalidad, cuya supervivencia se debe a los costes que reportaría la asignación del voto. La razón por la que perdura este principio no es debido a incentivos económicos sino a los costes de transacción. Cuando la innovación financiera es avanzada, los costes no son muy prohibitivos, permitiendo a las partes llevar a cabo transacciones que promueven las desviaciones que cuentan con la ausencia de una regulación que las prohíba¹⁵⁸².

b) Valoración de su implementación.

La teoría de la asignación del derecho de voto lograría reducir los efectos adversos del recurso al decoupling, pues atribuiría el voto a quién tiene un interés real en la sociedad, en el sentido de atribuir la toma de decisiones a quien soporta el riesgo de la inversión. Su adopción supondría cambios sustanciales que afectarían a uno de los principios configuradores de la sociedad anónima como es el principio de proporcionalidad. En efecto, el derecho de voto no se asignaría en función del valor nominal de las acciones, sino que la potencia de voto se calcularía caso por caso en función del riesgo realmente soportado¹⁵⁸³. En otras palabras, a mayor cobertura del riesgo de la acción, menor será la potencia de votos; esto es, si un accionista o la parte larga de un *equity swap*¹⁵⁸⁴ no ha recurrido a la cobertura de su posición el ejercicio será en proporción al número de acciones adquiridas o referenciadas como subyacente en el contrato. A sensu contrario, si el accionista tiene una sobre cobertura de riesgo, es decir, que su posición neta es negativa, entonces no tendría derecho de voto. Como se puede apreciar, por tanto, el

¹⁵⁸¹ *One solution would be to value the "delta" (i.e., the share equivalent value of the option) of the optionality in the position (either that associated with a warrant, or the economically equivalent option associated with a bond), and add that "delta" value to the residual amount*, PARTNOY, M/ SHAUN, P. M., "Encumbered shares", *op. cit.* p. 808.

¹⁵⁸² *Ibid.*, pp. 808- 809.

¹⁵⁸³ En este sentido, en favor de la posibilidad de asignar el derecho de voto en función de otro parámetro diferente al capital social, *vid.* PAOLO LA SALA, G., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Giappichelli, pp. 123-125.

¹⁵⁸⁴ A pesar de que se liquiden por diferencias, se entiende que replican las acciones subyacentes por ello tienen un delta de 1.

principio de igualdad de trato entre accionistas se preservaría pues se trata de la misma forma a aquellos que soportan el mismo riesgo.

La incorporación de esta técnica de modulación del derecho de voto no sería viable en sociedades anónimas a menos que se admitieran otras excepciones al principio de proporcionalidad; por el contrario, podría plantearse su incorporación en sociedades limitadas al no prohibir desviaciones al principio de proporcionalidad estatutariamente¹⁵⁸⁵. El único precedente sobre la atribución del derecho de voto en base a otros parámetros que no sean el capital social se encuentra en derecho cooperativo ya que se admite el voto plural ponderado¹⁵⁸⁶. En concreto, el voto se obtiene en

¹⁵⁸⁵ Sería la admisión de limitaciones al número de votos en función del riesgo soportado, es decir, una limitación regresiva del derecho de voto en función de la participación del socio. El único precedente sería el *regressive voting* o voto gradual que se detectó en algunas sociedades del siglo XIX y principios del XX, en las cuales se reducía el número de votos cuanto mayor era la participación en la sociedad, alejándose del incremento proporcional, pues cuanto mayor fuera la participación, el voto decrecía. En nuestro caso concreto, lo que se propone es que la limitación del derecho de voto sea en función del interés económico, donde a mayor cobertura de riesgo de la posición, el voto decrece. Al respecto de estudios sobre el voto regresivo, vid. en EEUU, HANSMANN, H., y PARGENDLER, M., “The evolution of shareholder voting rights: separation of ownership and consumption”, *The Yale journal*, 2014, p. 952; en Brasil, p. 462 y ss. MUSACCHIO, A., “Laws Versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890-1950”, 82 *Bus. hist. rev.* 445, 449 (2008), pp. 462 y ss.

¹⁵⁸⁶ Artículo 26. Derecho de voto.

1. En la Asamblea General cada socio tendrá un voto.
 2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado anterior, en las cooperativas de primer grado, los Estatutos podrán establecer el derecho al voto plural ponderado, en proporción al volumen de la actividad cooperativizada, para los socios que sean cooperativas, sociedades controladas por éstas o entidades públicas. En estos supuestos los Estatutos fijarán con claridad los criterios de proporcionalidad, sin que el número de votos de un socio pueda ser superior al tercio de los votos totales de la cooperativa.
 3. En el caso de cooperativas con distintas modalidades de socios, se podrá atribuir un voto plural o fraccionado, en la medida que ello sea necesario para mantener las proporciones que, en cuanto a derecho de voto en la Asamblea General, se hayan establecido en los Estatutos para los distintos tipos de socios.
 4. En las cooperativas agrarias, de servicios, de transportistas y del mar podrán prever los Estatutos la posibilidad de un voto plural ponderado, en proporción al volumen de la actividad cooperativizada del socio, que no podrá ser superior en ningún caso a cinco votos sociales, sin que puedan atribuir a un solo socio más de un tercio de votos totales de la cooperativa. En las de crédito, se aplicará lo establecido en la normativa especial de estas entidades.
 5. En las cooperativas de explotación comunitaria de la tierra a cada socio trabajador le corresponderá un voto y a los socios cedentes del goce de bienes a la cooperativa se les podrá atribuir un voto plural o fraccionado, en función de la valoración de los bienes cedidos, sin que, en ningún caso, un solo socio pueda quintuplicar la fracción de voto que ostente otro socio de la misma modalidad.
 6. En las cooperativas de segundo grado, si lo prevén los Estatutos, el voto de los socios podrá ser proporcional a su participación en la actividad cooperativizada de la sociedad y/o al número de socios activos que integran la cooperativa asociada, en cuyo supuesto los Estatutos deberán fijar con claridad los criterios de la proporcionalidad del voto. No obstante, ningún socio podrá ostentar más de un tercio de los votos totales, salvo que la sociedad esté integrada sólo por tres socios, en cuyo caso el límite se elevará al cuarenta por ciento, y si la integrasen únicamente dos socios, los acuerdos deberán adoptarse por unanimidad de voto de los socios.
- En todo caso, el número de votos de las entidades que no sean sociedades cooperativas no podrá alcanzar el cuarenta por ciento de los votos sociales. Los Estatutos podrán establecer un límite inferior.
7. La suma de votos plurales excepto en el caso de cooperativas de segundo grado, no podrá alcanzar la mitad del número de socios y, en todo caso, los socios titulares de votos plurales podrán renunciar para

proporción al volumen de la actividad cooperativizada, circunstancia que en nuestro caso residiría en el riesgo económico que asume el accionista de las acciones que adquiere. Como segunda divergencia, mientras que en las sociedades cooperativas la distribución del voto se produce en relación al volumen de actividad, pues a mayor volumen de actividad un mayor número de votos¹⁵⁸⁷. En nuestro caso la ponderación sería decreciente, en el sentido de reducir el voto en proporción a la cobertura de riesgo. Siempre que se tenga una posición neta positiva, el inversor tendrá derecho a voto; en el caso de que su posición neta sea negativa, no tendrá derecho de voto.

Otro de los impedimentos para su incorporación es la falta de un sistema de notificación de la posición global del socio en la sociedad, es decir, que, de manera separada, se pueda conocer la posición larga y corta del accionista. A este respecto, como hemos puesto de manifiesto, se ha propuesto la ampliación del ámbito de notificación de las participaciones significativas¹⁵⁸⁸, así como también hemos apuntado, se podría mejorar la información que contienen las tarjetas de asistencia, incluyendo las posiciones largas y cortas en acciones¹⁵⁸⁹. Una vez comprobado el quórum de constitución cuya determinación continuaría dependiendo del capital suscrito, se procedería por el Presidente de la Junta al neteo de la posición con el fin de conocer el número de derechos de voto que le corresponden al socio en función de la cobertura realizada. De este modo, cada participante ejercería el derecho de voto bajo criterios de proporcionalidad relativa, si el accionista no cubre el riesgo de su posición obtiene el número de votos proporcional al capital aportado. Por el contrario, si ha cubierto su posición, el derecho de voto se reduciría en proporción al riesgo cubierto, tal como se ilustra en el siguiente ejemplo:

una Asamblea o en cualquier votación, a ellos, ejercitando un solo voto. Además, los Estatutos deberán regular los supuestos en que será imperativo el voto igualitario.

8. Los Estatutos establecerán los supuestos en que el socio deba abstenerse de votar por encontrarse en conflicto de intereses, incluyendo en todo caso aquéllos previstos en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada.

¹⁵⁸⁷ Cfr. SANTOS DOMINGUEZ, M. A., *El poder de decisión del socio en las sociedades cooperativas: La asamblea general*, pp. 366-367.

¹⁵⁸⁸ Vid. *infra*.

¹⁵⁸⁹ A su vez, al igual que en Hong Kong, cada sociedad podría tener un registro de posiciones largas y cortas del accionista (s. 336 SECURITIES AND FUTURES ORDINANCE— Ord. No. 5 of 2002. Register of interests in shares and short positions (1) Every listed corporation shall keep a register of interests in shares and short positions.)

POSICION DEL INVERSOR EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS	Nº total de acciones que se tienen derecho a adquirir o que tengan efecto económico similar.	POSICIÓN NETA
Posición larga en 100 <i>equity swaps</i> (delta=1)	100	100
Posición corta en 200 <i>equity swaps</i> (delta ¹⁵⁹⁰ =1)	-	- 200
Posición larga en 2000 <i>opción call</i> (delta=0.5)	2000	1000
Posición corta en 1000 <i>opción put</i> (delta=0.5)	-	-500
Posición larga en 10 contratos de futuros, liquidación física.	10	10
Posición corta en 20 contratos de futuros, liquidación física	-	-20
De una posición equivalente a 2.110 en acciones de una sociedad, su posición neta equivale a 390. Si a cada acción le corresponde un voto, el inversor tan solo contaría con 390 votos.		Total posición neta = +390

¹⁵⁹⁰ Cuando los instrumentos financieros son de liquidación en efectivo, el número de derechos de voto se calculará mediante un método ajustado por la delta (sensibilidad del precio del instrumento al precio del valor subyacente), multiplicando el número de acciones subyacentes por la delta del instrumento tal como establece el art. 28. 2. A del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre.

IV. LA RECONSIDERACIÓN DEL DEBER DE FIDELIDAD DEL SOCIO ANTE LOS SUPUESTOS DE DECOUPLING

1. Consideraciones preliminares

La instauración de un régimen específico preventivo para la suspensión del derecho de voto en casos de *decoupling* no sería completo si no se acompaña de un régimen sancionador reforzado. En nuestro ordenamiento, no se prevé la imposición de una sanción específica al accionista por el ejercicio desleal del derecho de voto. Tan sólo se circunscribe a una indemnización por daños y perjuicios en caso de la estimación de la impugnación del acuerdo adoptado por contrario a la ley, al quebrantar el socio el deber de abstención o ejercitar el derecho de voto de manera abusiva. Sin embargo, no estaría obligado a devolver los beneficios obtenidos con su estrategia. Por este motivo, es necesario replantearse cuál es la posición jurídica del socio en la sociedad y considerar la posible incorporación en nuestro Derecho de sociedades de un deber de fidelidad del socio al que se le anude una sanción por incumplimiento.

De este modo, junto con la necesaria transparencia para detectar las posibles infracciones del régimen preventivo del *decoupling*, la exigencia del deber de fidelidad puede ser un régimen preventivo que disuada a los inversores de recurrir al *empty voting* y, en general, suponga un obstáculo para la obtención de beneficios privados por parte de los socios. En caso de que lleguen a manifestarse estas prácticas y el acuerdo se adoptara gracias al socio que ha infringido el deber de fidelidad, no sólo acarrearía la nulidad del mismo con la eventual indemnización de los daños producidos sino que además implicaría la exigencia de responsabilidad al socio por incumplimiento del deber de fidelidad con la posible devolución del enriquecimiento obtenido gracias a técnicas de *decoupling*¹⁵⁹¹.

Llegados a este punto, es preciso revisar el estado de la cuestión en Derecho comparado con el fin de evaluar si existen remedios para reconducir la actuación del accionista bien

¹⁵⁹¹ A este respecto, nuestro punto de partida en este examen son las previsiones sobre la devolución del lucro obtenido por el socio, que infringe la prohibición de competencia contenidas en los arts. 1683 C. C. y 136 C. Co, derivadas del deber de fidelidad del socio y su aplicación a los incumplimientos del deber de lealtad en general, *vid.* PAZ-ARES, C., *La responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, 2007, pp. 62-63; examinaremos, pues su extensión al ejercicio del derecho de voto, valorando el *negative voting* como una violación del deber de fidelidad del socio.

mediante la imposición de un deber legal de fidelidad o la extensión del deber de lealtad de los administradores y qué medidas sancionatorias se imponen. Partimos de la inexistencia de un deber de fidelidad armonizado, ni en el Derecho europeo¹⁵⁹²; no obstante, en un futuro cercano se va a producir un cambio hacia la convergencia de la participación de ciertos accionistas en las sociedades cotizadas. En efecto, la reforma de la Directiva 2007/36/CE relativa a la Implicación a largo plazo de los accionistas y declaración sobre gobernanza empresarial¹⁵⁹³ va a impulsar la implicación¹⁵⁹⁴ y transparencia sobre la estrategia de inversión¹⁵⁹⁵ de los inversores institucionales y gestores de activos. Aunque aún es pronto para valorar la mejora de la gobernanza de las sociedades, entendemos que, respecto a las prácticas de *decoupling*, es preciso una medida de mayor espectro, en primer lugar, porque la transparencia se circunscribe a comunicar la política de préstamo de valores cuando el *decoupling* puede darse a través de *derivados equity*; en segundo lugar, en atención a que cualquier accionista puede recurrir a estas técnicas y ejercer una influencia notable en las sociedades en las que invierten; en último lugar, las sanciones por incumplimiento se determinarán por los

¹⁵⁹² En la Unión Europea no se encuentran armonizados los deberes de los accionistas y, en concreto, no está determinado si es exigible un deber de fidelidad a los socios con respecto a la sociedad. Se ha apuntado, que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea podría haber armonizado dicho deber, pero no ha sido el caso hasta el presente –vid. ENGSIK SØRENSEN, K. E., “Duty of Loyalty of Shareholders - A Possible Remedy for Conflicts in SMEs?” en NEVILLES, M/ ENGSIK SØRENSEN, K. E. *Company law and SMEs*, Thomson Reuters, 2010, p.128. No obstante, en ocasiones, reemerge su posible incorporación desde las Instituciones europeas, a través de, por ejemplo, recomendaciones en las que se anima a la participación del accionariado mediante la asistencia a la junta o el ejercicio del voto de manera prudente –como la RECOMENDACIÓN DE LA COMISIÓN de 30 de abril de 2009 que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa (Texto pertinente a efectos del EEE) (2009/385/CE) el considerando 10 o la reforma de la Directiva 2007). Por el contrario, en caso de que se aprobara el proyectado European Model Companies Act, tampoco se instauraría un deber de lealtad o fidelidad del socio ya que la sección 11 del capítulo primero circunscribe dicha exigencia al órgano de administración; en esta línea, tampoco se hace referencia al eventual conflicto de interés de un empty voter (EMCA certainly did not intend to design a rule that would catch situations where several people have concurrent and competing claims arising out of contract on one and the same share, let alone situations of “empty voting”, which can e.g. result from share lending and in which the person voting has interests that potentially diverge from the legal owner of the share or the person it will revert to after the share lending deal has expired) En definitiva, la EMCA ha preferido optar por salvaguardar el principio de la libertad de ejercicio del voto de los socios permitiendo así que prevalezcan sus intereses personales, sin verse obligados a votar en favor del interés social. Sin embargo, dicha libertad se ve restringida en la sección 11, al prever la prohibición del voto del socio en supuestos tasados, como por ejemplo, la votación sobre la exigencia de responsabilidad del accionista o a “resolución on the discharge of his duties”.

¹⁵⁹³ Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 14 de marzo de 2017, sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobernanza empresarial (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD)).

¹⁵⁹⁴ Art. 3 octies.

¹⁵⁹⁵ 3 decies

Estados miembros, por lo que se observarán potenciales disparidades en el tratamiento de esta cuestión.

Por lo tanto, es necesario examinar, en primer lugar, las diferentes vías que con carácter general se han seguido para su incorporación no sólo en los Estados miembros sino también en otros ordenamientos relevantes¹⁵⁹⁶. En segundo lugar, estudiaremos la posible exigencia en nuestro ordenamiento bien a través de la extensión subjetiva del deber de lealtad del administrador o bien, concretando un genuino deber de fidelidad del socio.

2. Una aproximación a los regímenes de lealtad o fidelidad del socio en derecho comparado.

2. 1. Desarrollo jurisprudencial del deber de fidelidad del socio.

En Alemania, se ha procedido jurisprudencialmente a modular la lealtad del socio con respecto a los restantes socios y a la sociedad en función de la tipología del accionista, estos es, en atención a la influencia que puede ejercer en la sociedad en la que invierte¹⁵⁹⁷. El fundamento que subyace a este principio es una suerte de correctivo con el fin de aplacar el poder de influencia del accionista en la sociedad y así preservar la correlación entre influencia y responsabilidad¹⁵⁹⁸. En efecto, en los primeros estadios de su desarrollo, su ámbito de aplicación se circunscribía a sociedades personalistas y sociedades cerradas en las que sí era exigible un deber de lealtad o “*Treuepflicht*”¹⁵⁹⁹ de los socios mayoritarios sobre los minoritarios, en las que se ponderaba su exigibilidad en función del tipo de socio. De esta época destaca el caso *ITT*¹⁶⁰⁰, en el que el *Bundesgerichtshof* establece el deber de fidelidad del socio de control sobre el minoritario en la sociedad de responsabilidad limitada en atención a la influencia que

¹⁵⁹⁶ Un resumen sobre las disposiciones más relevantes de los ordenamientos de los Estados miembros v. PARLAMENTO EUROPEO, *Rights and obligations of shareholders, National regimes and proposed instruments at Eu level for improving legal efficiency*, p. 59.

¹⁵⁹⁷ El deber de lealtad de los socios entre sí y con la sociedad es un principio jurídico de derecho societario, una clausula general de fuente jurisprudencial, establecida a través del derecho consuetudinario, *vid.*, por todos, LUTTER, M., “Die Treupflicht des Aktionärs”, *ZHR*, nº 153, 89, pp. 446-471.

¹⁵⁹⁸ A este respecto, RINGE, W. G., “Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland” AG2014, 15, citando el trabajo de ZÖLLNER, W., *Schranken mitgliedschafter stimmrechtmacht* 462-463 (1963).

¹⁵⁹⁹ A este respecto, analizado in extenso, v. HERNANDO CEBRIÁ, L. *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital: control societario y los abusos de mayoría, de minoría y de igualdad*. Bosch, 2013.

¹⁶⁰⁰ BGH 5 Jan 1975 BGHZ, 65 (1976); JZ, 1976, p. 408-409. Noruego, 130.

podría ejercer en el órgano de administración el mayoritario. Con posterioridad, el desarrollo jurisprudencial del deber de lealtad se ha ampliado a las sociedades anónimas; en un primer momento, se aplicó a accionistas mayoritarios tal como declaró el BGH en el caso *Lynotype*¹⁶⁰¹ y, posteriormente, se extendió a accionistas minoritarios como refleja el caso *Girmes*, en el que se delimita el deber en función de la influencia que ejerce un socio en los órganos de la sociedad¹⁶⁰². Así las cosas, la jurisprudencia alemana ha constatado que el deber de lealtad está intrínsecamente relacionado con la influencia del accionista en la junta general¹⁶⁰³, de lo que se infiere una obligación de votar en consonancia con el interés de la sociedad¹⁶⁰⁴.

En el caso de Francia, el *Code du Commerce* no establece una prohibición del voto, sino que se ha recurrido a supuestos legales tasados o se ha privado judicialmente del voto al socio en conflicto, oscilando las sentencias entre el abuso de la mayoría y de la minoría¹⁶⁰⁵¹⁶⁰⁶, situación que ha dado pie a conjeturar sobre el declinar del legislador francés a este aspecto en comparación con otros ordenamientos¹⁶⁰⁷; ello se ha intentado solventar en cierto modo por vía estatutaria al establecer la obligación de abstención del socio en aquellos casos en que la adopción del acuerdo le suponga una ventaja¹⁶⁰⁸.

¹⁶⁰¹ BGH decision II ZR 75/87, 01.02.1988

¹⁶⁰² BGH decision II ZR 205/94, 20.03.1995. En línea, en Republica Checa, les prohíbe actuar en contra de los interés de la compañía.

¹⁶⁰³ ENGSIG SØRENSEN, K. E., “Duty of Loyalty of Shareholders - A Possible Remedy for Conflicts in SMEs?” en NEVILLES, M/ ENGSIG SØRENSEN, K. E. *Company law and SMEs*, Thomson Reuters, 2010, p.131.

¹⁶⁰⁴ URBAN, M. U., *The Influence of Blockholders on Agency Costs and Firm Value: An Empirical Examination of Blockholder Characteristics and Interrelationships for German Listed Firms (Auditing and Accounting Studies)*, Springer Gabler; 2015, p. 83: El accionista puede ser responsable por dicha conducta desleal, en atención a la sección 117.

¹⁶⁰⁵ COURET, A., “France” en BRUNO, S/ RUGGIERO, E., *Public companies and the role of shareholders*, Wolters Kluwer Law & Business, 2011, p. 119.

¹⁶⁰⁶ LE CANNU, P./ DONDERO, B., *Droit des sociétés*, 6ª Ed., LGDJ, 2015, p. 624. En el caso de Austria, el abuso del derecho de voto puede llevar a la anulación del acuerdo en el que se perpetuó dicho abuso.

¹⁶⁰⁷ COURET, A., “France” en BRUNO, S/ RUGGIERO, E., *Public companies and the role of shareholders*, Wolters Kluwer Law & Business, 2011, p. 119: “Globally French law seems on the decline compared to some of its neighbours speakin into account situations of conflict of interest within the public limited companies”.

¹⁶⁰⁸ COURET, A., “France” en BRUNO, S/ RUGGIERO, E., *Public companies and the role of shareholders*, Wolters Kluwer Law & Business, 2011, p. 119.

Mientras que en los países regidos por el *common law*, como EEUU, también se distingue la formulación de una *duty of loyalty*¹⁶⁰⁹. Se parte del principio del ejercicio del voto en el propio interés del socio sin tener en cuenta los intereses del resto de socios, este principio tiene límites cuando estamos ante un socio que forma parte del órgano de administración, puesto que entonces se le exige el deber de lealtad como administrador. Aunque esta exigencia se ha ampliado al accionista de control, la justificación reside en la capacidad de influencia de este tipo de accionista en tanto que puede dirigir la actuación de los administradores. A este respecto, destacan como casos paradigmáticos de la Supreme Court de Delaware tanto *Sinclair Oil Corp v. Levien* como *Zahn v Transamerica Corp* en el Third Circuit. Estas sentencias vienen a constatar cuál es el estándar judicial de revisión de los acuerdos cuando la sociedad tenga un accionista controlador. En estos supuestos la inversión de la carga de la prueba que caracteriza al *intrinsic fairness* y la revisión judicial de la transacción solo se aplicará cuando haya *self-dealing* por parte del accionista controlador, es decir, en los casos en los que el accionista se encuentre en ambas partes de la transacción y no beneficie al resto de accionistas. En caso contrario, se procederá a aplicar la *business judgment rule*¹⁶¹⁰. Por lo tanto, se aprecia que en situaciones de deslealtad del accionariado de control quien impugne habrá de probar la existencia de dicha conducta en favor del accionista mayoritario y en contra del resto del accionariado. En caso de que así se manifieste, el accionista mayoritario debe probar que el negocio es justo tanto en el precio como en la negociación de la operación (*fair price* y *fair dealing*)

En suma, el deber de lealtad del accionista controlador se basa en la actuación de buena fe en favor del interés del resto de socios, sin poder utilizar su posición de influencia

¹⁶⁰⁹ En Delaware y demás que siguen una posición de un deber de lealtad restringido, en otros estados Masachussets sí que cabría un deber de lealtad ampliado a todos los socios de sociedades cerradas, v. p. 81 Herrando.

¹⁶¹⁰ *When the situation involves a parent and a subsidiary, with the parent controlling the transaction and fixing the terms, the test of intrinsic fairness, with its resulting shifting of the burden of proof, is applied. Sterling v. Mayflower Hotel Corp., supra; David J. Greene & Co. v. Dunhill International, Inc., 249 A.2d 427 (Del.Ch.1968); Bastian v. Bourns, Inc., 256 A.2d 680 (Del.Ch.1969) aff'd. Per Curiam (unreported) (Del.Supr.1970). The basic situation for the application of the rule is the one in which the parent has received a benefit to the exclusion and at the expense of the subsidiary.*

A parent does indeed owe a fiduciary duty to its subsidiary when there are parent-subsidiary dealings. However, this alone will not evoke the intrinsic fairness standard. This standard will be applied only when the fiduciary duty is accompanied by self-dealing the situation when a parent is on both sides of a transaction with its subsidiary. Self-dealing occurs when the parent, by virtue of its domination of the subsidiary, causes the subsidiary to act in such a way that the parent receives something from the subsidiary to the exclusion of, and detriment to, the minority stockholders of the subsidiary. Entre nosotros, v. GUERRERO TREVIJANO, C., *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de sociedades de capital*, Civitas, 2014. 395 y ss.

para la consecución de negocios fraudulentos o injustos; como tendremos oportunidad de desarrollar posteriormente, existe un sector autorizado de la doctrina norteamericana que defiende la ampliación del deber de lealtad fiduciario a accionistas que, a pesar de no ostentar una posición de control, ejercen una influencia significativa en la sociedad¹⁶¹¹.

Por el contrario, parece no extenderse las *fiduciary duties* a los accionistas en Reino Unido. El principio de libertad en el ejercicio del voto resulta aplicable en función de que el voto constituye un elemento de la propiedad de las acciones, con independencia de que el sentido de voto del accionista sea opuesto al interés social¹⁶¹². Si bien es cierto que ha habido intentos para la construcción de deberes fiduciarios exigibles a los accionistas a través de pactos parasociales sobre el ejercicio del voto, éstos han resultado infructuosos. Es más, hasta en aquellos casos en los que se establece una relación de agencia en el pacto, no ha resultado fructífero la yuxtaposición de deberes fiduciarios a los deberes contractuales que se arrojaban del pacto, pues lo que es necesario es que expresamente se determinara que el agente contrajera un deber de lealtad que se requiere para que aparezca una relación fiduciaria¹⁶¹³.

En definitiva, el ejercicio del derecho de voto del socio no ha de basarse en el cumplimiento de un deber fiduciario como accionista¹⁶¹⁴, por lo que no tiene que ser

¹⁶¹¹ Vid. *infra*.

¹⁶¹² En este sentido, *Noth-West Transportation Co v Beatty* (1887) 12 App. Cass. 589, PC; *Burland v Earle* (1902) A. C. 83, PC; *Goodfellow v Nelson Line* (1912) 2 Ch. 324. Northern Counties Securities, Ltd v Jackson & Steeple, Ltd, Chancery Division, Walton J. 1974 March 22; 28*That a shareholder who cast his vote in general meeting for or against a particular resolution voted as a person who owed no fiduciary duty to the company and was free to vote as he pleased in exercise of his own property rights; his acts could not be regarded as acts of the company, and, accordingly, for the shareholders in the present case to vote against a resolution to approve the issue and allotment of the shares to the plaintiffs would not constitute a contempt of court by the defendant company, nor would the shareholders be guilty of aiding or abetting such a contempt of court (post, pp. 1144E–F, 1145B–C)*. A contrario, en *Allen v Gold Reefs of West Africa* (1900) Ch, 671-2 se infería que el ejercicio de voto: “it must be exercised, not only in the manner required by law, but also bona fide for the benefit of the Company as a whole, and it must not be exceeded”. No obstante, la doctrina, entre otros, Gower & Davies, entiende que puede inducir a error y considerar que los socios en common law están sujetos al mismo principio que los administradores, el de buena fe, pero se estaría ante una interpretación errónea en tanto que como miembros no le es exigible un deber de fidelidad, vid. p. 690.

¹⁶¹³ A este respecto, entre otros *Halton International Inc & Anor v Guernsey Ltd*, Court of Appeal - Civil Division, June 27, 2006, [2006] EWCA Civ 801. A este respecto, vid. CHARMAN, A., y DU TOITS, J., *Shareholder actions*, P. 55.

¹⁶¹⁴ No obstante hay voces en contrario, como KEAY, A-. *Board accountability in corporate governance*, p. 168 que alerta del incremento y peligrosidad del oportunismo de la minoría al aparecer nuevos actores como los *hedge funds*. Como solución, FLANNIGAN, R., “Shareholder Fiduciary Accountability”, *Journal of Business Law* 1, 2014, p. 30, propone la imposición de deberes fiduciarios a los socios: “While

ejercido en el mejor interés del resto, es decir, la sociedad, los socios minoritarios o cualquier otro grupo. La falta de vinculación entre el ejercicio del voto y un eventual deber fiduciario no significa que el derecho de voto no esté limitado pues el ejercicio de los derechos de propiedad, como es el de voto, pueden verse revisados por la jurisprudencia. En concreto, se han dado casos en los que se ha prevenido judicialmente el “*misuse of power*” por la mayoría, estableciendo que los miembros de la compañía deben votar de buena fe con respecto a los intereses de la compañía¹⁶¹⁵; pero como señalábamos, en tanto que no tienen *fiduciary duties*, sólo se han impuesto limitaciones al ejercicio del voto en circunstancias puntuales basándose en la buena fe y en el interés de la compañía¹⁶¹⁶.

2. 2. Alusión a cláusulas generales.

Característica común de los países nórdicos es que sus ordenamientos han optado por la introducción de una cláusula general que equivale a un deber de fidelidad limitado del socio. Así se ha dispuesto en Dinamarca, donde se prohíben aquellos acuerdos en los que se conceden ciertas ventajas a determinados accionistas sobre otros accionistas,

the idea of status shareholder fiduciary accountability may be explosive, the substance of the law will remain largely unchanged. Because the mischief is the same, the shareholder duty to the corporation will produce essentially the same results as a majority duty to the minority”. Finalmente, MAYER, C., *Firm commitment*, Oxford, p. 261, va más allá y la solución se basa en un reequilibrar los valores sobre los que se sustenta la sociedad, el compromiso y el control (commitment-control), poniendo como paradigma, los *trust*: “*In the trust firm, corporate values are upheld by the board of trustees and the voting power of shareholders is concentrated in registered shareholders in proportion to the time commitment of their investments*”.

¹⁶¹⁵ DAVIES, P. L/ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' principles of modern company law*, Sweet & Maxwell, 2012, p. 692, en el que se analiza el caso *Greenhalg v Mallard* (1943) 2 All ER 512, CA: “*In the first place, I think it is now plain that “bona fide for the benefit of the company as a whole” means not two things, but one thing. It means that the shareholder must proceed on what in his honest opinion, is for the benefit of the company as a whole. The second thing is that the phrase, “the company as a whole” does not (at any rate in such a case as the present) mean the company as a commercial entity, distinct from the incorporators, it means the incorporators as a general body. That is to say, the case may be taken of an individual hypothetical member and it may be asked whether what is proposed is, in the honest opinion of those who voted in its favour, for the person's benefit*”. No obstante, Gower and Davies, p. 698-699, consideran que se ha de circunscribir a sociedades de carácter familiar y en relación con administradores que votan como accionistas en la junta general. En una sociedad cotizada no podrías aplicarse pues: “*Even in the onus of proof was placed on those attacking the validity of the resolution vote don at a meeting of a large public Company in finding numerous small shareholders honest enough to confess that it had never occurred to them to ask themselves anything of the sort*”.

¹⁶¹⁶ A este respecto, la elección de un administrador ha de realizarse por el beneficio de la compañía en general no para otros propósitos (*Re H Harmer LTD* (1959) 1 WLR 62) en cuanto a la adopción de un acuerdo que afecte a una clase de acciones, la mayoría a de adoptar el acuerdo en beneficio de la clase en general no en particular unos accionistas. En relación a la interposición de acciones en contra de personas que tengan el control, los accionistas han de votar de buena fe en interés de la compañía y no bajo un propósito impropio, *Taylor v National Union of Mineworkers (Derbyshire Area)* 1985 BCLC 237. A este respecto, *in extenso*, MAYSON, S. W./FRENCH, D./RYAN, C. *Mayson, French & Ryan on Company Law*, pp. 408.-409.

aunque esta cláusula no ha sido todavía aplicada por los tribunales¹⁶¹⁷. En este mismo sentido, tampoco podrá votar el accionista en conflicto en asuntos relativos a emprender acciones judiciales contra dicho accionista o para exigir la responsabilidad del accionista, siendo extensiva la prohibición a los supuestos en los que el voto se realiza mediante representante¹⁶¹⁸. No resulta unánime la exigencia del deber de lealtad del socio ampliado, la casuística elevada pues sólo se ha dado un caso en el que se determina que el socio sí tiene un deber de lealtad en una sociedad cerrada pues tanto el socio en su condición de tales como en calidad de administrador tiene un deber de cuidado de los intereses de la sociedad como por ejemplo, ante un aumento de capital sin costes para el accionista en cuestión¹⁶¹⁹. Del mismo modo, el legislador noruego ha establecido una cláusula general que previene la votación del accionista en asuntos relacionados con sus obligaciones con la sociedad. Tampoco se permite que el accionista pueda votar en asuntos relacionados con la interposición de acciones judiciales contra sí mismo o personas relacionadas puesto que el accionista tiene un interés en conflicto con la sociedad¹⁶²⁰. Al igual que el resto de los países nórdicos, Suecia, presenta una cláusula general de conflicto de interés en la que no se le permite votar al accionista¹⁶²¹.

¹⁶¹⁷ HANSEN, J. L/ LONFELDT, C., “Corporate governance in Denmark” en LEKVALL, P. (Ed.) *The nordic corporate governance model*, 2014, SNS Förlag, p. 131 y pg. 8 SMEs El autor constata que es una cláusula también aparece en los países Nórdicos, donde sí se ha aplicado en algunas ocasiones la cláusula. Se ha considerado que esta cláusula tendría un carácter preventivo para evitar supuestos de deslealtad. In extenso, vid. Kurguer Anderse, Nis Jul Clausen, Rolf Skog Shareholder Conflicts, 2006,

¹⁶¹⁸ Corporate Governance in Denmark, Hansen Lonfeldt: *This provision regarding a conflict of interest is narrower than the provision applicable to directors and managers because shareholders do not owe a duty of loyalty to the company as do members of management. The prohibition on voting when faced with a conflict of interest also applies to proxies, both where the shareholder is in a conflict of interest and where the proxy is conflicted*, 139-140

¹⁶¹⁹ In extenso, caso U 1999 1080 V Docotech A/D, Gammelgaard, vid. HANSEN, J. L/ LONFELDT, C., “Corporate governance in Denmark” en LEKVALL, P. (Ed.) *The nordic corporate governance model*, 2014, SNS Förlag, p. 131-134.

¹⁶²⁰ KNUDSEN, G/ NORVICK, H., “Corporate governance in Norway”, en LEKVALL, P. (Ed.) *The nordic corporate governance model*, 2014, SNS Förlag, p. 242: “A shareholder cannot vote in matters concerning legal actions brought against other parties or such parties’ liability to the company if such shareholder has a material interest in the matter which may be in conflict with the interest of the company.”

¹⁶²¹ SKOG, R./ SJÖMAN, E., “Corporate governance in Sweden” en LEKVALL, P. (Ed.) *The nordic corporate governance model*, 2014, SNS Förlag, p. 256: *Due to conflict of interest, a shareholder may not, in person or through a proxy, vote in respect of (i) legal proceedings against him or her, (ii) his or her discharge from liability in damages or other obligations towards the company, or (iii) legal proceedings or a discharge as referred to in points (i) and (ii) in respect of another person, where the shareholder in question possesses a material interest which may conflict with the interests of the company.*

El Código Civil holandés incorpora el principio de razonabilidad y justicia aplicable a los miembros de la sociedad. Se parte del principio de autonomía a la hora de ejercer el derecho de voto, por lo que los accionistas pueden anteponer sus intereses a los de la sociedad¹⁶²²; no obstante, se añade que los accionistas, como miembros de la sociedad, deben actuar de manera “razonable” y “justa” en todas las situaciones y con todas las partes conectadas con la sociedad, tal como exige el art. 2. 8 del BW¹⁶²³, que transcribimos a continuación en su versión inglesa:

1. *A legal person and the persons who by virtue of the law and its articles are concerned with its organization must, in such capacity, conduct themselves in relation to each other in accordance with the **dictates of reasonableness and fairness**.*
2. *A rule which binds them by virtue of the law, usage, the articles, by-laws or a resolution shall be inapplicable to the extent that, in the circumstances, it is unacceptable according to the criteria of reasonableness and fairness.*

De este precepto no se puede inferir que los accionistas tengan que actuar de acuerdo con los intereses de la compañía o que tengan deberes para con al resto de accionistas. No obstante, los requisitos de una actuación razonable y justa pueden servir de base para la interposición de una acción de nulidad en los tribunales. En efecto, puede ser anulada una decisión en tanto que se hayan violado los principios de “*reasonableness and fairness*” tal como se establece en el BW art. 2:15 (1) b¹⁶²⁴, en particular, ha sido utilizado este artículo en el caso de la contravención de estos principios en situaciones de abuso de la mayoría¹⁶²⁵. Cabe destacar que se ha ampliado el ámbito de aplicación a la minoría como sucedió en el caso *Stork* en que la *Enterprise Chamber* determinó que el comportamiento del accionista minoritario Centaurus no era razonable ni justo debido a que su posición en la sociedad le permitió tomar un rol activo en el gobierno de la

¹⁶²² Sobre la relación autonomía y *reasonable y fairness*, vid. DE JONGH, M., “Shareholders' Duties to the Company and Fellow Shareholders”, *European Company Law*, 9, 2012.

¹⁶²³ TIMMERMAN, L./ DOORMAN, A., *Rights of minority shareholders in the Netherlands: A report written for the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law: This section can be seen as the guidelines for behaviour for those persons who form part of the organisation of a company. It should be emphasised that in Dutch company law, the dictates of reasonableness and fairness play a key role. Matters that are unregulated in Dutch company legislation are decided on the basis of these dictates. Section 8 subsection 1 does more than merely indicate a guideline for behaviour. A direct link exists with section 15 that states that any resolution may be declared null.*

¹⁶²⁴ b. if it is in conflict with the standards of reasonableness and fairness imposed by Article 2:8;

¹⁶²⁵ SCHUIT, SR., *Corporate law and practice of the netherlands*, Kluwer Law International, 2002, pp. 125-126, 132.

crisis de la sociedad¹⁶²⁶. Tomando como base dicha resolución, la doctrina ha manifestado que un accionista activista o aquel que tenga una posición de minoría de bloqueo puede influir en la sociedad e impactar notablemente en la misma y, por consiguiente, debe asumir las consecuencias de sus actos en aplicación del principio de razonabilidad y justicia¹⁶²⁷.

El caso de Portugal guarda ciertas reminiscencias con el *Treuepflicht* alemán. En efecto, el art. 56. 1, del *Código das Sociedades Comerciais* (en adelante, CSC) relativo a la nulidad de los acuerdos de los socios contrarios a las buenas costumbres, establece en su apartado D: “*Cujo conteúdo, directamente ou por actos de outros órgãos que determine ou permita, seja ofensivo dos bons costumes ou de preceitos legais que não possam ser derogados, nem sequer por vontade unânime dos sócios*”¹⁶²⁸. Por su parte, el art. 334 CC considera que los atentados a las buenas costumbres a través de la formación de un acuerdo provocan que este sea abusivo¹⁶²⁹. Sin embargo, el Código no expresa un deber de lealtad del socio aunque sí lo hace para los administradores (art. 64 CSC), sin embargo, la doctrina defiende que sí existe y se modula en función del tipo de sociedad, la posición del socio y la relación del socio con la sociedad y los demás socios¹⁶³⁰. El deber de lealtad del socio se reconduce al principio de buena fe¹⁶³¹ y la intensidad de este deber varía caso por caso, en función de las relaciones entre los socios y de estos con la sociedad. En relación a las sociedades cotizadas, la doctrina defiende que también resultaría aplicable, pues no todos los accionistas son iguales y no todos son accionistas de tipo pasivo o anónimos. En efecto, la influencia del accionista se debe al factor de su participación en la sociedad, ya sea de carácter significativo o que tenga una posición de control de la sociedad. Es decir, una mayor participación de un accionista le

¹⁶²⁶ BEKKUM, HIJINL WINTER Corporate governance in the netherlands, p. 10-11, Van Empel, Decision of the enterprise chamber of the Amsterdam court of appeals of 17 january 2007 Stork,

¹⁶²⁷ DE JONGH, M., “Shareholders' Duties to the Company and Fellow Shareholders”, *European Company Law*, 9, 2012, p. 189.

¹⁶²⁸ Precepto que se basa en la Ley alemana de sociedades anónimas -241/4-. Respecto a las buenas costumbres se hace referencia al 280 2 CC, en dos áreas, reglas de conducta sexual o familiar y de otra a parte reglas de carácter deontológico.

¹⁶²⁹ Criticando la indefinición, MENEZES CORDEIRO, A. (Cord.), *op. cit.*, pp.230-231.

¹⁶³⁰ FERREIRA GOMES, J, “ Conflicto de intereses entre accionistas nos negocios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador” en AA.VV. *Conflito de interesses no direito societário e financeiro-Un balanço da crise financeira*, Almedina, 2010, p. 129, PAIS DE VASCONCELOS, P., *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, 2014, pp. 333-334.

¹⁶³¹ MENEZES CORDEIRO, A. (Cord.), *op. cit.*; FERREIRA GOMES, J, “ Conflicto de intereses...”, *op. cit.*, p. 130.

confiere una capacidad de influencia superior en la sociedad por lo que decrece la capacidad del resto de socios para influir en la toma de decisiones en la sociedad¹⁶³².

En definitiva, en línea con los postulados germánicos, se concluye que en atención a la posición de algunos accionistas que les dota de una capacidad de influencia que puede afectar a la sociedad y a los demás accionistas de manera negativa, se exige el reconocimiento del deber de lealtad de estos accionistas para con la sociedad y los demás accionistas, guardando similitud con el principio de correlación entre poder jurídico y responsabilidad¹⁶³³. En cualquier caso, el deber de lealtad actuaría como una cláusula general que opera cuando el ordenamiento o los estatutos sociales no ofrecen soluciones específicas¹⁶³⁴. Respecto a estas últimas, el CSC establece dos medidas; una de carácter preventivo, como es la abstención del voto por conflicto de interés (regulado en el art. 384. 6¹⁶³⁵) que representa una manifestación positiva del deber de lealtad del socio¹⁶³⁶. La segunda medida de tipo *ex post* es de carácter sancionador pues se declara la nulidad del voto por el art. 294 del CSC y la anulabilidad del acuerdo por abusivo. En el apartado 1 del art. 58 en la letra b del CSC que se establece: *Sejam apropriadas para satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir, a través do exercício do direito de voto, vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou simplesmente de prejudicar aquela ou estes, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos*. El precepto fija dos categorías en función de si acarrear ventajas especiales para socios o terceros o si son de naturaleza emulativa. Cabe destacar cómo el voto incurre en abuso de derecho en cualquier de las circunstancias que establece el art. 334 CSC, en cuyo caso se regiría por la nulidad. El art. 58 1 b no pretende ocupar el lugar del art. 334 CSC. El ámbito del art. 58 es el abuso de derecho en el ejercicio del voto con “propósitos extra societarios y por

¹⁶³² FERREIRA GOMES, J, “Conflicto de intereses...”, *op. cit.*, p. 133.

¹⁶³³ *Ibid.*, p. 133.

¹⁶³⁴ FERREIRA GOMES, J, “Conflicto de intereses...”, *op. cit.*, p., 137.

¹⁶³⁵ Art. 384. 6, *Código das Sociedades Comerciais : Um accionista não pode votar, nem por si, nem por representante, nem em representação de outrem, quando a lei expressamente o proíba e ainda quando a deliberação incida sobre:*

a) *Liberação de uma obrigação ou responsabilidade própria do accionista, quer nessa qualidade quer na de membro de órgão de administração ou de fiscalização;*

b) *Litígio sobre pretensão da sociedade contra o accionista ou deste contra aquela, quer antes quer depois do recurso a tribunal;*

c) *Destituição, por justa causa, do seu cargo de titular de órgão social;*

d) *Qualquer relação, estabelecido ou a estabelecer, entre a sociedade e o accionista, estranha ao contrato de sociedade.*

¹⁶³⁶ FERREIRA GOMES, J, “Conflicto de intereses...”, *op. cit.*, p. 142.

actos anulativos, en definitiva es el ejercicio del voto para un propósito para el que no fue concedido. Por lo que en caso de nulidad por abuso se estaría al 334¹⁶³⁷.

2. 3. Un deber legal de fidelidad del socio.

En cuanto al deber legal de fidelidad del socio, encontramos algunos ejemplos que ilustran la admisión por el legislador de citado deber de fidelidad, aunque no es una técnica habitual.

En este sentido, destaca el ordenamiento del Estado de Israel, cuyo derecho de sociedades se ha asimilado al *common law*¹⁶³⁸. El derecho societario de Israel se caracteriza porque tiene un régimen de protección a la minoría muy amplio, pues impone deberes a todos los socios aunque se modula en función de la influencia que puede ejercer el socio. En líneas generales, todos los accionistas deben ejercitar sus derechos y cumplir sus obligaciones actuando “*in a customary manner and in good faith*” respecto a la sociedad y el resto de socios tal como exige la sección 192 del *Companies Law*¹⁶³⁹. Esta exigencia se deriva del deber de toda parte en el contrato de actuar de ese modo, es decir, una parte no puede actuar sin tener en cuenta los intereses de la otra parte y conforme a la buena fe, aunque puede variar en función del contrato y tipo de accionista¹⁶⁴⁰. Asimismo, se prohíbe el abuso de poder en el ejercicio del voto en determinados asuntos y la no discriminación al resto de accionistas. A continuación, la sección 193¹⁶⁴¹ impone el “*duty to act fairly*” que se entiende más rigurosa que el

¹⁶³⁷ MENEZES CORDEIRO, A. (Corrd.), *Código das sociedades comerciais anotado*, 2ª ed., 2014, Almedina, pp. 235-237.

¹⁶³⁸ El derecho de sociedades de Israel se asimila al *common law*, otras áreas del derecho fueron reformadas en base al derecho continental, *vid.* FRIDMANN, D. “The effect of foreign law on the law of Israel”, *Israel L. Rev.* 10 (1975)

¹⁶³⁹ 192. (a) A shareholder shall act in exercising his rights and in fulfilling his duties towards the company and towards other shareholders with good faith and in a customary manner, and shall avoid exploiting his power in the company, inter alia, in voting at the general meeting or at class meetings, in the following matters: (1) alteration of the articles of association; (2) increase in the registered share capital; (3) merger; (4) approval of acts and transactions requiring the approval of the general meeting pursuant to the provisions of sections 255 and 268 to 275; (b) A shareholder shall avoid discriminating against other shareholders. (c) The laws applying to breach of contract shall apply, mutatis mutandis, to breach of the provisions of subsections (a) and (b), and the provisions of section 191 shall also apply, mutatis mutandis, to breach of the provisions of subsection (b). Adoptado en Knesset on 3 Iyyar 5759 (19 April 1999); The Bill and Explanatory Memorandum were published in Hataot Chok 2432, on 29 Tishri 5756 (23 October 1995), p. 2.

¹⁶⁴⁰ COHEN, Z. “Fiduciary duties of controlling shareholders: A comparative view, p. 391-392.

¹⁶⁴¹ 193. (a) *The duty to act fairly towards the company shall apply to the following: (1) a holder of control in the company; (2) a shareholder who knows that the manner in which he votes will be decisive in respect of a resolution of the general meeting or of a class meeting of the company; (3) a shareholder who, pursuant to the provisions of the articles of association, has the power to appoint or to prevent the*

anterior deber¹⁶⁴² pues su incumplimiento se equipara al deber de lealtad de los administradores¹⁶⁴³. Este deber es exigible tanto a los accionistas de control como también al accionista minoritario cuyo voto entiende que será decisivo para la adopción de un acuerdo o aquellos que pueden nombrar a un consejero u otro tipo de poder.

El incumplimiento de actuar “*in a customary manner*” y de buena fe, así como el “*duty to act fairly*” equivale a un incumplimiento contractual en virtud de la sección 192 y sección 256 (A) del CL. Se ha cuestionado que el deber de lealtad se le apliquen las reglas del incumplimiento contractual ya que supondrá la eventual indemnización de daños y perjuicios, cuando en otros ordenamientos, como el nuestro tras la Ley 31/2014, la infracción del deber de lealtad determina también la devolución del enriquecimiento injusto. En consecuencia, a pesar de que los preceptos examinados parece que pretenden el establecimiento de dos niveles de exigencia de lealtad al socio¹⁶⁴⁴ en función de su posición en la sociedad, el hecho de que las consecuencias que derivan de su incumplimiento son las mismas hace que se desdibuje dicha diferenciación. Si bien es cierto que el Tribunal Supremo de Israel se ha pronunciado al respecto imponiendo, además de la indemnización de daños y perjuicios, la devolución del enriquecimiento injusto en supuestos donde se había producido una infracción al deber de lealtad por un fiduciario administrador, pero, a su vez, también se ha extendido dicha restitución del enriquecimiento a cualquier tipo de contrato que no hubiere una relación fiduciaria salvo que las partes así lo hubieran excluido¹⁶⁴⁵.

appointment of an office holder in the company or any other power vis-a-vis the company. (b) Breach of the duty of fairness shall be treated as a breach of the fiduciary duty of an office holder, mutatis mutandis.

¹⁶⁴² Vid. COHEN, Z. “Fiduciary duties of controlling shareholders: A comparative view”, p. 410.

¹⁶⁴³ Vid. OCDE, Corporate Governance in Israel, 2011.

¹⁶⁴⁴ No es un deber tan extenso como el deber de lealtad de los accionistas de control.

¹⁶⁴⁵ Siendo la devolución del lucro obtenido la sanción idónea en los casos que una de las partes se le exija un deber fiduciario, como fue en el caso *Kelin v. Balas*, 14 diciembre 2006, CA 4845/04, no obstante, EINHORN, T., no se muestra partidaria de la extensión de dicha sanción a otro tipo de contratos, *vid.* EINHORN, T., “The expansion of Israeli unjust Enrichment Law: The mixed blessings of a mixed legal system” en AA. VV., *Aufbruch nach Europa: 75 Jahre Max-Planck Institut für Privatrecht*, p. 914. No obstante, el Tribunal Supremo de Israel así hace la extensión en *Adras v. Harloq & Jones Gmnh*, further hearing 20/82, 42 (1) PD 221-285 (11 de febrero de 1988) fue primera sentencia en el que se aplica la devolución del lucro en los tribunales de Israel a un supuesto que no se encontraba relacionado con deberes de fidelidad, donde un vendedor revende un producto que tendría que proporcionar a un primer comprador por un precio mayor, el vendedor tuvo que devolver dicha ganancia al primer comprador. El íter del mismo se puede consultar en EINHORN, T., “Disgorgement of profits in Israeli Law” en AA.VV., *Disgorgement of profits. Gain-based remedies throughout the world*, Springer, 2015, pp.302-304.

En esta misma línea, el derecho societario brasileño prevé el deber de fidelidad del socio en el art. 115 de la *Lei das Sociedades por Ações*¹⁶⁴⁶ al establecer el deber del ejercicio del voto del accionista en interés de la compañía. De este modo, se aprecia como el voto tiene la naturaleza de derecho función¹⁶⁴⁷. A continuación, delimita el ejercicio abusivo del voto si se ejerce con el fin de dañar a la sociedad, al resto de accionistas u obtener para el propio accionista o para tercero en perjuicio de la sociedad o el resto de accionistas¹⁶⁴⁸. Igualmente, establece una lista abierta de acuerdos en los que el socio en conflicto no puede votar. A su vez, determina las consecuencias del ejercicio abusivo del voto al establecer la responsabilidad del socio por los daños causados. En caso de que el accionista tenga un conflicto que le impida votar, en caso de incumplimiento, éste responderá no solo por los daños causados sino también deberá devolver el beneficio obtenido¹⁶⁴⁹. Finalmente, cabe destacar como el art. 116 establece los deberes del accionista controlador¹⁶⁵⁰ y el art. 117 enumera los supuestos en los que el accionista comete abuso de poder, siendo responsable por dichos actos. A su vez, en el caso de que, además, sea administrador se le exigirán la responsabilidad propia del cargo.

¹⁶⁴⁶ LEI No 6.404, DE 15 de diciembre de 1976, D.O. DE 17/12/1976, p. 1 (SUPLEMENTO)

¹⁶⁴⁷ A este respecto, *in extenso*, VON ADAMEK, M. V., *Abuso de minoría em direito societário*, Malheiros, 2014.

¹⁶⁴⁸ En el precepto no se hace diferenciación entre mayoría y minoría pues se alude a la capacidad de organización de los minoritarios, *vid.* entre otros, FRAN MARTINS, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, vol. 2 –tomo I, RJ: Forense, 1978, nº495., pp. 76-77; BLOCK, M., “Conflito de interesses nas sociedades anônimas: critério de apuração formal ou substancial?” en *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*.

¹⁶⁴⁹ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia e anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

¹⁶⁵⁰ 116. Parágrafo único. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender. Aunque todos los socios han de votar preservando el interés social, pero a su vez el accionista controlador fuera de la junta ha de velar por ese interés social, *vid.* por todos, COMPARATO, F. K; SALOMÃO FILHO, C. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense: 2008, p. 382

3. Alternativas para la concreción del deber de fidelidad del socio en la LSC.

3. 1. Líneas de reforma basadas en la experiencia comparada.

Dadas las deficiencias de nuestro ordenamiento para paliar los efectos adversos del *decoupling*, el examen en Derecho comparado refuerza la idea planteada en torno a la posible concreción de un deber de fidelidad del socio en general o de lealtad del socio.

De lo expuesto en el apartado anterior se desprende que la jurisprudencia ha desarrollado el deber de fidelidad del socio. En EEUU se aprecia la extensión de la aplicación de las *fiduciary duties* de los administradores a los socios; mientras que en Europa también se constata, en los primeros pronunciamientos, la extensión del deber de lealtad de los administradores a los socios aunque, posteriormente, también se ha reconocido un deber de fidelidad del socio minoritario.

Por el contrario, no se detecta una solución unívoca respecto de la concreción de un deber legal de fidelidad al socio. Algunos ordenamientos optan por el recurso a una cláusula general, al establecer la prohibición del ejercicio de los derechos del socio de manera abusiva, tal como ocurre en los países nórdicos; o bien, a través de la regulación del conflicto de intereses del socio y las consecuencias de su incumplimiento por vía de la impugnación de acuerdos o la eventual indemnización por daños y perjuicios, como sucede en Portugal o nuestro ordenamiento. Mientras que otros países sí recogen el deber de fidelidad del socio, tal como es el caso de Israel que incluso extiende el deber de lealtad de los administradores a los sociedades y, en cierta medida, el caso de Holanda que exige a los miembros de la sociedad la actuación bajo los postulados de razonabilidad y equidad. Así como también Brasil, donde se impone al socio el ejercicio de voto en interés de la sociedad.

Unido a estas líneas de reforma que se pueden encontrar en Derecho comparado, tenemos algunos antecedentes autóctonos, tales como el Informe Aldama y la propuesta de Código Mercantil que ponen de manifiesto la posible oportunidad para la extensión subjetiva de la lealtad al socio de control. Entendemos que se puede ir más allá y establecer como medida disuasoria el establecimiento del deber de fidelidad del socio, que sea de carácter reforzado para los accionistas minoritarios influyentes y de control.

De ese modo, el deber de fidelidad sería una cláusula de cierre para prevenir y, en su caso, sancionar el recurso al *decoupling* contrario a la sociedad y al resto de socios.

3. 2. La extensión del deber de lealtad del administrador al accionista influyente.

A) La insuficiencia de la asimilación del negative voter al administrador oculto.

Tal como se ha venido demostrando, la eventual estimación de la impugnación de un acuerdo viciado de *decoupling* o contrario al interés social no lleva aparejada una sanción a aquellos socios cuyos votos hayan sido determinantes para la adopción del acuerdo. No obstante, cabe hacer una salvedad con respecto al supuesto del socio-administrador que recurra a técnicas de *decoupling*, pues entonces podrían exigirse acciones de responsabilidad por infracción del deber de lealtad¹⁶⁵¹ o, aunque no lo fuere de derecho, pero sí como administrador oculto, también se le se extendería el régimen de responsabilidad de los administradores¹⁶⁵². En efecto, la Ley 31/2014 concreta la extensión subjetiva del régimen de responsabilidad del administrador de hecho al administrador oculto, cuya definición comprende tanto la persona que desempeña el cargo sin título, con título nulo o extinguido, o con otro título como aquella persona “*bajo cuyas instrucciones actúen los administradores*”; es decir, que a pesar de su actuación como administración no se muestran como tales frente a terceros, es decir, no tiene apariencia de administrador¹⁶⁵³.

¹⁶⁵¹ SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses...*, op. cit., p. 369.

¹⁶⁵² A este respecto, v. PAZ-ARES RODRIGUEZ. C., “Anatomía del deber de lealtad”, Actualidad jurídica Uría Menéndez, Nº. 39, 2015.

¹⁶⁵³ La administración oculta como administración indirecta, vid. RODRIGUEZ DIAZ, I., “Administrador oculto”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, num. 138/2015, también referido como la actuación interna como administrador, vid. JUSTE MENCIA, J., “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad” en AA. VV., Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) Sociedades no cotizadas, Civitas-Thomson Reuters, p. 456, 2015. Con anterioridad a la Ley 31/2014, la doctrina había apuntado a la exigencia de responsabilidad también al administrador oculto, entre otros, vid. “JUSTE MENCIA, J., “En torno a la aplicación del régimen de responsabilidad de los administradores al apoderado general de la sociedad (Nota a las SSTs de 26 mayo de 1998 [RJ 1998 4004] y 7 junio de 1999 [RJ 1999 509] y de la AP de Valencia de 27 de septiembre de 1999)” PERDICES HUETOS, A., Significado actual de los “administradores de hecho”: los que administran de hecho y los que de hecho administran. A propósito de la STS de 24 de septiembre de 2001, *RdS*, nº, 18, 2002, en Derecho de grupos, vid. FUENTES NAHARRO, M, La funcionalidad de la figura del administrador de hecho como vía de imputación de responsabilidad intragrupo (una aproximación conceptual a la figura), e-prints, VICENT CHULIA, F., Grupos de sociedades y conflictos de intereses., *RDM*, 280/211, (BIB 2011 12002), EMBID IRUJO, J., El buen gobierno corporativo y los grupos de sociedades, *RDM*, 249, 2003.

A pesar de que el precepto resulta un avance respecto al régimen anterior pues concreta las situaciones en las que se produce la administración de hecho y oculta, no determina qué sujetos pueden equipararse a administrador. A este respecto se ha considerado incluido en este supuesto al accionista de control que instruye la actuación de los administradores¹⁶⁵⁴. Dada la parquedad de la definición, se sostiene que resultaba más acertada la redacción dada por la Comisión de Expertos que emula la definición de *shadow director* de la *Companies Act* al definir al administrador de hecho como “aquella persona aquella bajo cuyas instrucciones pudieran estar acostumbrados a actuar los administradores de la sociedad”¹⁶⁵⁵, incluyendo por tanto que las instrucciones no sean puntuales sino que se realicen de manera habitual¹⁶⁵⁶. En otros términos, si el accionista de control se comporta como tal, de manera reiterada, es razonable que se le aplique el régimen de responsabilidad de los administradores siempre que se pruebe la traslación de las función del administrador al accionista de control resultando como indicio dicha continuidad¹⁶⁵⁷.

Este remisión indirecta de la responsabilidad del administrador al socio de control ha sido criticada pues hubiera sido preferible la exigencia de responsabilidad del socio de control por infracción del deber de lealtad en su condición de socio, en vez de circunscribirse a los casos en los que actúe como administrador oculto¹⁶⁵⁸. En este sentido, con anterioridad a la Ley 31/2014, había habido pronunciamientos en favor de

¹⁶⁵⁴ Abogando por la extensión integral al accionista de control como administrador de hecho u oculto, vid. PAZ-ARES, C., *La responsabilidad ...*, op. cit., p. 45, en el contexto de grupo de sociedades se defendía dicha extensión en atención a la posición fiduciaria del socio, vid. EMBID IRUJO, J. M., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, 1987, pp. 55-57; en contra de la ampliación al socio de control, vid. CHULIA, Grupos de sociedades y conflictos de intereses, RDM, 280/2011, BIB 2011\1486.

¹⁶⁵⁵ 251 (1) *In the Companies Acts “shadow director”, in relation to a company, means a person in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act.*

¹⁶⁵⁶ PAZ-ARES RODRIGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, Actualidad jurídica Uría Menéndez, Nº. 39, 2015, nota nº 60, p. 58, JUSTE MENCIA, J., “Presupuestos y extensión subjetiva...”, op. cit. 456. No obstante cabría una excepción en situaciones preconcursales o paraconcursales donde sí se podría asimilar la administración de hecho a actuaciones de carácter puntual, vid. GARCÍA-CRUCES, J. A.: «Administradores sociales y administradores de hecho», ob. cit., pág. 537.

¹⁶⁵⁷ Al respecto de la adecuación de la norma, PAZ-ARES RODRIGUEZ, C., “Anatomía del deber de lealtad”, op. cit. p. 59.,

¹⁶⁵⁸ Entre otros, SÁEZ LACAVE, M. I., “Reconsiderando los deberes de lealtad...”, op. cit, señala la extensión al socio se tendría que haber pasado en su posición de control en la sociedad. En el mismo sentido, indicando las dificultades para la prueba de la actuación de los administradores bajo las directrices habituales de los administradores, vid. ALONSO LEDESMA, C., “Transacciones vinculadas y socios de control en sociedades cotizadas: una aproximación” en AA. VV. *Estudios sobre derecho de Sociedades Liber Amicorum Profesor Luis Fernández de la Gándara*, Marcial Pons, 2016.

una extensión parcial del deber de lealtad al accionista de control como socio¹⁶⁵⁹. Asimismo, el Informe Aldama se recomendaba dicha extensión que finalmente se materializaba en el art. 215-8 de la Propuesta de Código Mercantil al expresar: “Los deberes de lealtad previstos en este Código para los administradores de derecho son también exigibles a los socios de control, así como a los administradores de hecho”.

En suma, el ámbito del régimen de responsabilidad del administrador oculto resulta muy limitado para sancionar los supuestos de *decoupling*, pues tan sólo en aquellos casos en los que el accionista, cuya posición de control fuera cubierta gracias al recurso a técnicas de *decoupling*, le sería aplicable dicho régimen si se demuestra su reiterada instrucción al consejo de administración. Quedando así fuera de la norma la mayoría de los supuestos en los que un accionista significativo obtenga el control de facto o un accionista de control, cubra su posición a través del *decoupling* y que lleven a cabo una influencia puntal sobre órgano de administración. En efecto, estos casos no encajarían como administrador oculto pues el cortoplacismo de la estrategia hace difícil probar la capacidad de instrucción reiterada por parte del administrador oculto. Por consiguiente, no resulta idóneo para nuestro cometido este precepto al no solventar sino incrementar la incertidumbre sobre su extensión.

B) Una propuesta de extensión subjetiva del deber de lealtad del administrador al accionista influyente.

Los antecedentes de que disponemos en Derecho comparado nos permitirían defender la extensión del deber de lealtad al accionista de control. Esto se encuentra en consonancia con el Informe Aldama en que se recomendaba dicha extensión, como la doctrina y la propuesta de Código Mercantil. A pesar de la idoneidad de esa medida, no resultaría suficiente para los casos de *decoupling*. Se tendría que ampliar dicha extensión también a los socios minoritarios o influyentes tal como se ha llevado a cabo en Israel que se exige el deber de “*fairness*” también a los accionistas influyentes.

Este planteamiento extensivo ha sido secundado por la doctrina comparada sobre el *decoupling*. Se justifica la extensión debido al comportamiento estratégico, oportunista

¹⁶⁵⁹ PAZ-ARES, C., *La responsabilidad ...*, op. cit., pp. 44-47.

o desestabilizador del *empty voter* o el activista en general¹⁶⁶⁰. Los accionistas minoritarios han pasado de adoptar rol pasivo al activismo societario que se manifiesta a través de su influencia en la sociedad en la que invierten. Así lo ilustra el comportamiento de ciertos *empty voters* que, utilizando una estrategia de cobertura para disociar el riesgo económico asociado a la acción del derecho de voto, han potenciado su influencia en la junta general. Ello implica que la heterogeneidad de los intereses de los accionistas se agrava y puede devenir en la adopción de acuerdos que beneficien a ciertos accionistas y, a su vez, perjudique a la sociedad o al resto de accionistas¹⁶⁶¹. Así, un inversor con posición negativa puede utilizar su potencia de voto con el fin de adoptar decisiones que no beneficien a la sociedad, provocando la caída del valor de cotización de la acción pero sí beneficia al *negative voter* debido a su posición neta en la sociedad. En este mismo sentido, también se manifiesta una contraposición de intereses cuando el accionista tiene acciones de una compañía de la competencia o, en el peor de los casos, cuando combina en ambas sociedades posiciones adversas¹⁶⁶².

¹⁶⁶⁰ La extensión de los “latent duties” de los administradores a los accionistas fue propuesta por ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, *op. cit.* p. 22 y 50 pues consideran que, con independencia de ostentar una posición de control, el accionista puede conseguir la capacidad de influir en la sociedad al respecto de un determinado asunto en que el accionista tenga un interés personal. considera su vulneración con independencia de la posición de control cuando un accionista consigue influir efectivamente en la sociedad en relación con un determinado asunto en el que el accionista tiene un interés personal. Siguiendo este planteamiento, denomina ESCANO, A. D., “Conflicts of interest...”, *op. cit.*, p. 188-189, a este accionista influyente como “*controlling shareholder at the margin*”. En el mismo sentido, refiriéndose al minoritario de bloqueo, DJON, M., “Shareholders' duties to the Company and fellow shareholders”, *European Company law*, vol. 9, nº 3, 2012, p. 189. En general, a favor de la imposición de una *fiduciary duty* a los accionistas, v. FLANNIGAN, R., “Shareholder Fiduciary Accountability”, *Journal of Business Law*, Nº1, 2014, p. 30. Por el contrario, muestra sus reticencias a que esta sea la solución sino más bien tendría que ser un remedio complementario si otras salvaguardas no han funcionado para los casos de *empty voting*, RINGE, W. G., “The deconstruction...”, *op. cit.*, p. 210.

¹⁶⁶¹ Sobre la heterogeneidad de los accionistas, se han llevado a cabo varias clasificaciones, siguiendo a SIEMS, M. M., “With great power comes great responsibility”, pp. 74 y ss, circunscribe el especto accionarial actual a dos tipos, el *dispersed short-term shareholder* que equivaldría a un accionista minoritario influyente de carácter cortoplacista y el *concentrated long-term shareholder*. es decir, aquel accionista con una visión a largo plazo de inversión en la compañía; mientras que BITSCH MADSEN, M., “A new approach to shareholder heterogeneity”, pp. 105, apunta a la necesidad de establecer un concepto nuevo de accionista que no fije en quién es el accionista sino cómo invierte en tanto que se pueden distinguir distintas tipologías que oscilan entre el propietario, el especulador, seguidores de índices de mercados, los que invierten a través de intermediarios.

¹⁶⁶² Vid. supra, y también, a este respecto, ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, *op. cit.*, pp. 40-41, citan, como ejemplo, el caso *Exar Corporation*, en el que un *hedge fund* comenzó un proxy fight cuando detentaba una ínfima participación en la sociedad, puesto que ña mayoría de las acciones las había cubierto. Como ejemplo, de tener posiciones en dos compañías es MONY y AXA, donde los *hedge funds* con posiciones en mony compraron obligaciones convertibles de AXA, que en el caso de que la fusión de las dos compañías se realizara ganarían en estos últimos. La combinación de ambas estrategias adversas, recurso a innovación financiera y adquisición de acciones en dos compañías es el caso de Pery-Mylan.

La propuesta extensiva parte de dos premisas; con respecto a la primera, se procede a la interpretación extensiva del significado del “control” por parte del accionista. La infracción del deber de lealtad del accionista se produciría siempre que el accionista tenga la capacidad de determinar el resultado de un acuerdo en que tenga un interés personal con independencia de su participación en la sociedad, por lo que no estamos ante un deber abstracto sino concreto y sujeto a determinadas circunstancias¹⁶⁶³ como puede ser el supuesto de un activista con una participación del 5% que pudiera resultar determinante para la adopción de una fusión –*swing vote*–, ya que este accionista estaría ejerciendo un control “*ad hoc*” y, por ende, infringiendo el deber de lealtad latente¹⁶⁶⁴. Con respecto a la segunda premisa, el deber de lealtad se activará ante cualquier situación en la que el accionista fuerce la adopción de un determinado acuerdo o acción en la cual tenga un interés material, personal o económico¹⁶⁶⁵.

Su aplicación implicaría que los accionistas influyentes tendrían que ejercitar sus derechos en el mejor interés de la sociedad¹⁶⁶⁶ y, en cierta medida, dicho deber se extendería a la fidelidad para con el resto de accionistas por lo que la imposición de este

¹⁶⁶³ “We would say that a shareholder “control corporate conduct whenever its action is *ad terminative*, or “*but for*”, cause of the particular corporate decision in issue, v. ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, *op. cit.* p. 50. En la jurisprudencia, en EEUU, por ejemplo: ilustrativo el caso Smith v Atlantic Properties Inc., en el que la sociedad contaba con una cláusula estatutaria que exigía que los dividendos fueran aprobados por el 80% del capital, por lo que un minoritario podría ejercer una influencia decisiva en el resultado de la votación. En este caso, el minoritario votaba en contra de la aprobación de los dividendos debido a la mala relación con otro socio, haciendo prevalecer así su interés privado. El tribunal dictaminó que el minoritario había infringido su deber de lealtad en tanto que, dada la cláusula del 80%, se habían invertido los papeles, y el minoritario tenía un “ad hoc controlling interest” ya que tenía la capacidad de decidir la adopción del acuerdo. En este mismo sentido, otro ejemplo ilustrativo sería el caso de un activista con una participación del 5% que pudiera resultar determinante para la adopción de una fusión –*swing vote*–, ya que este accionista estaría ejerciendo un control “ad hoc” y, por ende, infringiendo las *latent loyalty duties*. v. Smith v. Atlantic Properties, Inc. 12 Mass.App.Ct. 201, 422 N.E.2d 798 (Mass.App.Ct. 1981): *That standard of duty, the court said, was the “utmost good faith and loyalty.” The court went on to say that such stockholders “may not act out of avarice, expediency or self-interest in derogation of their duty of loyalty to the other stockholders and to the corporation.” Similar principles were stated in Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc., 370 Mass. 842, 848-852 (1976), but with some modifications, mentioned in the margin,[5] of the sweeping language of the Donahue case. See Jessie v. Boynton, 372 Mass. 293, 304 (1977); Hallahan v. Haltom Corp., 7 Mass. App. Ct. 68, 70-71 (1979). See also Cain v. Cain, 3 Mass. App. Ct. 467, 473-479 (1975).*

¹⁶⁶⁴ ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, *op. cit.* p. 54.

¹⁶⁶⁵ En EEUU que se circunscribe se está ampliando el ámbito del deber de lealtad ya que no sólo se cubren los supuestos tradicionales que ocurren en sociedades cerradas o freezeout mergers sino que también se admite con esta reinterpretación que pueda darse en otras áreas. El caso Sinclair Oil Corp v. Levien es ilustrativo de este supuesto ya que la sociedad matriz ejerció el control sobre la filial, forzando que ésta le vendiera petróleo más barato, lo cual fue calificado como un supuesto de infracción de los fiduciary duties, v. ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, *op. cit.* p. 55.

¹⁶⁶⁶ En este sentido, KEAY, A., “Board accountability and the entity maximization and sustainability approach”, 2016, disponible en <https://ssrn.com/abstract=2747398>, sostiene que socios han de votar en el mejor interés de la sociedad, en atención a las conductas oportunistas de los mismos, que no solo se circunscriben a la mayoría sino también a los minoritarios

deber iría más allá del principio de ejercicio de los derechos conforme a la buena fe¹⁶⁶⁷. El accionista influyente, que ha obtenido un control fáctico¹⁶⁶⁸ gracias a la innovación financiera, ya no puede votar de manera libre prevaleciendo su propio interés sino tendrá que tener en cuenta el interés social o al resto del accionariado para evitar la infracción del deber de lealtad¹⁶⁶⁹.

En cuanto a su plasmación en nuestro ordenamiento, se tendrían en cuenta los antecedentes pre legislativos para su formulación, en este sentido, se seguiría la aproximación extensiva llevada a cabo por la propuesta de Código Mercantil al respecto de la extensión del deber de lealtad al socio de control. La propuesta, no obstante, tendría un ámbito más amplio pues se incluiría a los socios que puedan ejercer una *influencia notable*, tal como se denomina en el art. 23. 7 del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito a aquel que tenga “ la posibilidad de nombrar o destituir algún miembro del consejo de administración de la entidad de crédito” o *determinante* para la consecución de la mayoría exigible en virtud del art. 204. 3. D LSC.

A los socios de control o influyentes también se les aplicaría el régimen sancionador específico por infracción del deber de lealtad, es decir, la devolución del enriquecimiento injusto sin obviar la indemnización por daños y perjuicios siendo las acciones de carácter acumulativo. La devolución del beneficio obtenido presenta como ventaja respecto a la indemnización por daños y perjuicios que no se ha de probar el comportamiento negligente, el daño o la relación de causalidad, tan sólo se debe acreditar que el socio ha obtenido una ganancia personal¹⁶⁷⁰. En cuanto al *enforcement*

¹⁶⁶⁷ ENGSIK SØRENSEN, K. E., “Duty of Loyalty ...”, *op. cit.*, p. 153

¹⁶⁶⁸ A media que se incrementa la influencia disminuye el libre ejercicio de voto, vid. DE JONGH, M., “Shareholders' Duties...”, *op. cit.*, p. 190.

¹⁶⁶⁹ Se observa del mismo modo con ocasión de la heterogeneidad del accionariado que en buena medida general el *decoupling*, un argumento más hacía el abando de un modelo en el que el accionista es el centro, haciendo prevalecer otros intereses en la composición del interés de la compañía. A pesar de que entre nosotros, se sigue manifestando la primacía del interés de los accionistas aunque taimado en tanto la conciliación con otros intereses, *vid. supra.*, como en otros ordenamientos se prescinde del interés a corto plazo de socio, v. *supra.*, por ejemplo, Portugal, el deber de lealtad de la sociedad, en el 64. 1. B), focaliza en el interés de los accionistas a largo plazo –prescinde por tanto de los inversores activistas o *decouplers*: b) *Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores*

¹⁶⁷⁰ JUSTE MECIA, J., Presupuestos y extensión subjetiva...”, *op. cit.*, p. 373-374.

de este régimen entendemos que sería a nivel judicial. En el sentido expuesto, la propuesta de redacción del régimen legal del deber de lealtad sería la siguiente:

Artículo 227. Deber de lealtad.

1. Los administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad.
2. Los deberes de lealtad previstos en esta Ley para los administradores de derecho son también exigibles a los socios de control, ***a los socios que puedan ejercer una influencia determinante para la consecución de la mayoría exigible para la adopción de un acuerdo o, en sociedades anónimas, una influencia notable al nombrar o destituir algún miembro del consejo de administración***, así como a los administradores de hecho.
- 3-2. La infracción del deber de lealtad determinará no solo la obligación de indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador.

Asimismo, como medida complementaria a la exigencia del deber de lealtad a los accionistas, sería conveniente plantearse la incorporación de los *cleansing devices* que se aplican en ordenamientos que reconocen el deber de lealtad al accionista, como es en EEUU o en Israel. La reforma de la LSC hubiera sido un buen momento para prever la incorporación de un tercero independiente que proceda a la revisión de la operación, ya sea con anterioridad a su adopción en junta o con posterioridad, como ocurre respecto a la adopción de una modificación estructural o la exclusión del derecho de suscripción preferente¹⁶⁷¹. Igualmente, se podría haber contemplado la introducción de una variante al régimen de adopción de acuerdos, denominada “*majority of the minority*” (en adelante, MOM) a través de la cual, en transacciones entre la sociedad y un tercero, cuando en dicha sociedad exista un accionista de control, ha de adoptarse a través de esta regla, exigiendo dicha aprobación por la mayoría de los accionistas minoritarios¹⁶⁷². La aplicación de esta técnica supone que un acuerdo se adopta siempre que cuente con los votos a favor de una mayoría desinteresada; por ejemplo, en los casos de *empty*

¹⁶⁷¹ VIVES RUIZ, F. “ Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil”, *RDBB*, Año nº 34, Nº 137, 2015.

¹⁶⁷² En España, SÁEZ LACAVE, M. I., “Reconsiderando los deberes de lealtad...”, *op. cit.*, pp. 48-50 defiende su adopción para supuestos de transacciones vinculadas entendiendo que son admisibles en sociedades cotizadas, recomendando su incorporación mediante técnicas de *opt-in/opt-out*.

voting, si el acuerdo fuera aprobado por accionistas desinteresados que no hubieran recurrido al *decoupling*¹⁶⁷³. Cabe mencionar, que en Delaware, a partir del caso *In re MFW Shareholders Litigation*, la *Chancery Court* se ha modificado el estándar de revisión aplicable, se utilizará la *business judgement rule* en vez del *entire fairness* si la adopción de la operación ha sido revisada por un experto independiente y adoptada por una mayoría desinteresada¹⁶⁷⁴. En caso de que sea incorporada a nuestro ordenamiento, cabría plantearse una excepción a la inversión de la carga de la prueba que establece el 190.3 LSC puesto que en estos supuestos sería el demandante quien tendría la carga de la prueba de demostrar que el acuerdo es contrario al interés social¹⁶⁷⁵ puesto que no se aplica el *entire fairness* que recoge la LSC.

¹⁶⁷³ MUÑOZ PEREZ, A. F., *Los derivados financieros equity ...*, op. cit., p. 219 y 220. Si bien, se ha sugerido diferenciar la aplicación del estándar de revisión en función de si el empty voter fue una parte activa en la operación (donde sí que sería necesario aplicar el *entire fairness review*, en caso contrario, entonces, se aplicaría la *business judgement rule*, v. con anterioridad en el capítulo y ZANONI, A., “Hedge Funds' Empty Voting”, op. cit., pp. 28-32.-v. Sección 144 a 2. ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, op. cit. p. 58.

¹⁶⁷⁴ *In re MFW Shareholders Litigation*: (...)The business judgment rule is only invoked if: (i) the controller conditions the procession of the transaction on the approval of both a special committee and a majority of the minority stockholders; (ii) the special committee is independent; (iii) the special committee is empowered to freely select its own advisors and to say no definitively; (iv) the special committee meets its duty of care; (v) the vote of the minority is informed; and (vi) there is no coercion of the minority. Sobre este caso vid. BOOTH, RICHARD A., “Majority-of-the-Minority Voting and Fairness in Freezeout Mergers”, *Villanova Law/Public Policy Research Paper* No. 2014-1004. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2380041>. En particular, al respecto del *empty voting*, v. ZANONI, A., “Hedge Funds' Empty Voting”, op. cit., 34 y 35, se aplicaría a los casos en que un *empty voter* minoritario que no tiene control de facto sobre el consejo, ni existe riesgo de que haya distorsión en los incentivos, lo que se traduce en que no ha habido influencia del activista en la formulación de la oferta ni en el precio aunque su voto es determinante -swing vote- para que se adopte la operación. En este caso, el *entire fairness* no parece el *standard of review* apropiado por lo que se aplicaría la *business judgement rule* debido a que el administrador no tiene un interés financiero en el objeto de la decisión que se toma ni tampoco está influenciado por un *empty voter*.

¹⁶⁷⁵ Una última consecuencia de la ampliación de la exigencia del deber de lealtad del accionista sería que se adoptaran las mismas medidas procedimentales que se aplican a los administradores por infracción de este deber. Es decir, la carga de la prueba se sitúa en el demandante quien tendrá que demostrar la influencia que ha ejercido el demandado para que se adoptara el acuerdo así como el interés privado de éste distinto al resto de los accionistas. Aun en el supuesto de que el demandante demuestre “el ejercicio de un control de facto” y un conflicto de interés material del demandado, el accionista incurso en una supuesta infracción del deber de lealtad, puede aducir que, aun teniendo un interés particular en el asunto, la sociedad no resulta afectada en aplicación de la “*intrinsic fairness doctrine*” que determina que el acuerdo es intrínsecamente justo en cuanto al precio y al procedimiento. En este supuesto, el accionista no sería responsable ya que la transacción en cuestión resultó justa para el resto de accionistas y la sociedad, p. 56 (ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties...”, op. cit. : *Let us return now to the question of what happens in a situation in which a plaintiff can indeed demonstrate both exercise of de facto control and a material conflict of interest. Even then, an activist shareholder defendant retains an important escape route against liability. That escape route is the traditional defense, available to officers, directors, and controlling shareholders accused of loyalty breaches, that while the transaction at issue was tainted by self-interest it was nevertheless intrinsically fair in terms of both price and process. If a minority shareholder can show that the corporate transaction at issue was intrinsically fair to the firm and other shareholders, there similarly should be no liability. It is only if the transaction is unfair—which is again a situation where liability is appropriate—that the defendant shareholder will be held liable*)

3.3. La concreción definitiva del deber de fidelidad del socio como cláusula de cierre.

Una segunda alternativa sería la introducción con carácter general de la imposición de un deber de fidelidad del socio con independencia de su tipología como resulta característico en el derecho de sociedades de Israel o Brasil, así como en cierta medida en los *stewardship codes*¹⁶⁷⁶ que se refuerza la idea de la imposición de deberes a los inversores institucionales en caso de aprobarse la modificación de la Directiva 2007¹⁶⁷⁷. No contamos con ningún antecedente en las sociedades de capital¹⁶⁷⁸, por el contrario, el en derecho cooperativo autonómico si se encuentran ejemplos del deber de fidelidad

¹⁶⁷⁶ Una opción con enfoque más restringido aparece en los códigos de *soft law* aplicables únicamente a los inversores institucionales en su papel de socios cualificados como “stewardship” que establecen algunas directrices en torno a cómo ejercer el derecho de voto. El primer Código aparece en Reino Unido (2010) estableciendo la necesaria involucración de los inversores institucionales en las sociedades en las que invierten a los posteriores, podemos encontrar previsiones al respecto del ejercicio del voto. Se han sucedido otros Códigos, que hacen referencia a que el inversor institucional ha de votar de manera responsable (Singapur Stewardship Code, Principio 5, *Responsible investors establish clear policies on voting and exercise their voting rights in a responsible fashion*). Aparece también la expresión de voto “objetivo” (Taiwan Stewardship, Principle 5 *Establish clear voting policies and disclose voting results* Guideline 5-2 *Voting rights shall be exercised based on information obtained from investee companies by taking long-term joint interests of clients, beneficiaries and investee companies into account. An institutional investor shall not always vote in favor of, against or abstain from motions, but shall judge each motion individually. Voting rights shall be exercised objectively even in the case where a voting recommendation report has been obtained from a proxy advisory firm*). Asimismo, resulta recurrente la expresión relativa a la promoción de la creación de valor sostenible a largo plazo (ECGN: Principio 6. *Promoting long-term value creation and integration of environmental, social and governance ESF Factors*. 6.1. *Long-term focus: Investors should understand the objectives and timeframes of their clients and beneficiaries and should promote a company's long-term success and sustainable value creation over short-term considerations*. Principles for Responsible Institutional Investors (Japan's Stewardship Code) Principio 5: *Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. The policy on voting should not be comprised only of a mechanical checklist; it should be designed to contribute to the sustainable growth of investee companies*. Aunque indirectamente, dado el foco largo plazo de los inversores de fondos, Principi italiani di stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate, principio 5: *IMCs should exercise their voting rights in a considered way*. En particular deben ejercitarse el voto en atención a los intereses de los partícipes de los fondos (Suiza Principle 2. *Institutional investors shall take due account of the interests of their clients when exercising their participation rights. Participation rights shall be exercised in the interests of clients. In exercising these rights, institutional investors should adopt a long-term and sustainable approach, unless the relevant investment guidelines stipulate to the contrary*). Finalmente, también se establece la abstención del derecho de voto cuando las propuestas son contrarias a prácticas de buen gobierno corporativo (ECGN: Principio 5. *Exercising voting rights*. 5. 2 *Decision-making: Investors should be prepared to abstain or vote against management resolutions if such resolutions are regarded as inconsistent with good corporate governance practices. In doing so, investors should seek to explain to companies the reasons underlying their voting decisions, preferably before the shareholders meeting*. Principles for Responsible Institutional Investors (Japan's Stewardship Code) Principio 3: *Institutional investors should monitor investee companies so that they can appropriately fulfill their responsibilities with an orientation towards the sustainable growth of the companies*.)

¹⁶⁷⁷ Se pone de manifiesto la mayor exigencia de deberes a los socios, sintetizando los mismos, vid. BIRKMOSE, H. S., y MÖSLEIN, F., “Introduction...” op. cit., p. 2 y ss.

¹⁶⁷⁸ Aunque últimamente de manera indirecta se puede apreciar, tras la reforma de la Ley 31/2014, en el art. 497 LSC a pesar de no concretarse así como la diligencia del socio ante la celebración de la junta pues el art. 204. 5 LSC impide la alegación de defectos de forma si se hubiera tenido ocasión de denunciarlos y no se hubiera hecho, v. MATEU DE ROS, R., 48-49.

del socio. En efecto, algunas disposiciones han concretado las obligaciones de los socios, entre otras, el deber de guardar lealtad a la cooperativa. Respecto al régimen sancionador, generalmente remiten a los estatutos el procedimiento sancionador o bien se señala la sanción de expulsión en los casos de comisión de una infracción grave pero no se hace referencia a la devolución del enriquecimiento injusto, tal como sí sucede en el ámbito de la lealtad de los administradores de las sociedades de capital¹⁶⁷⁹.

La concreción del deber de fidelidad del socio¹⁶⁸⁰ en sociedades de capital podría llevarse a cabo mediante cláusula general del deber de lealtad o fidelidad del socio con independencia del tipo societario, sin detallar las conductas contrarias al deber¹⁶⁸¹. En La Ley 31/2014 se aprecia una tendencia del legislador a incrementar las obligaciones de los socios, en este sentido, el art. 204. 5 LSC parece implantar el deber de diligencia del socio ante la celebración de la junta general pues impide la alegación de defectos de forma si se hubiera tenido ocasión de denunciarlos y no se hubiera hecho, mientras que el art. 497. 2 LSC determina la responsabilidad del socio por los daños y perjuicios al utilizar abusivamente la información relativa a la identidad del resto de accionista implica causados.

Consideramos, por tanto, que sería recomendable establecer con carácter general la fidelidad del socio al interés social, modulando su exigencia en razón de la influencia que puede ejercer el socio. Esto es, se les impondría a los derechos del socio conforme a la buena fe que en caso de ejercicio abusivo o perjudicial, el socio será responsable de los daños y perjuicios causados.; sin embargo, en el supuesto de los socios de control e influyentes sería recomendable que el deber de fidelidad a la sociedad sea más riguroso en atención a la capacidad para determinar la toma de decisiones en la sociedad al interés social distinguiendo por tanto entre aquellos que puedan ejercer una influencia ya sea a corto o largo plazo y quiénes no¹⁶⁸². De esta forma, se lograría un medio

¹⁶⁷⁹ VILLAFANEZ PÉREZ, I., “ El deber de lealtad y sus concreciones en la legislación cooperativa”, *REVESCO*, nº 120, p. 130 y ss.

¹⁶⁸⁰ *Vid.* ALFARO AGUILA-REAL, j., Conflictos intrasocietarios (Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada) en AA.VV. *Estudios de derecho mercantil : homenaje al profesor Justino F. Duque*, Vol. 1, 1998, pp. 89-112.

¹⁶⁸¹ Entre otras, deber de confidencialidad, deber de no explotar las oportunidades de negocio de la sociedad y el deber de abstenerse de no competir, a Ester respecto, v. MIQUEL RODRIGUEZ, J., *La sociedad conjunta ...*, *op. cit.*, p. 236. A este respecto, cabría su inclusión en los estatutos, vid. ALONSO ESPINOSA, F. J., “La posición jurídica del socio...”, *op. cit.*, p. 1450.

¹⁶⁸² A este respecto, SIEMS, M. M, *op. cit.*, pp. 83 - 88, considera que a mayor influencia del accionista en las decisiones de la sociedad, justifica la analogía de su posición con fiduciarios, lo que supone exigir

disuasorio para evitar que el accionista minoritario acuda a las técnicas de decoupling y obtener una influencia que le confiera un control de facto en las sociedades en las que invierte pues la sanción por incumplimiento acarrea la devolución del enriquecimiento injusto que hubiera obtenido gracias a su posición como *negative voter*. Con este fin, se propone la modificación del art. 93 LSC, en los siguientes términos:

Artículo 93. Derechos y obligaciones del socio.

1. En los términos establecidos en esta ley, y salvo los casos en ella previstos, el socio tendrá, como mínimo, los siguientes derechos:

- a) El de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación.
- b) El de asunción preferente en la creación de nuevas participaciones o el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones.
- c) El de asistir y votar en las juntas generales y el de impugnar los acuerdos sociales.
- d) El de información.

2. El socio deberán ejercer sus derechos de conformidad con el interés social y de buena fe. En caso de ejercicio abusivo o perjudicial, el socio será responsable de los daños y perjuicios causados.

3. El socio que pueda ejercer una influencia determinante para la consecución de la mayoría exigible para la adopción de un acuerdo o, en sociedades anónimas, una influencia notable al poder nombrar o destituir algún miembro del consejo de administración le serán también aplicables los deberes de lealtad previstos en esta Ley para los administradores de derecho.

En caso de que no sea concretado por el legislador el deber de fidelidad, se ha propuesto como alternativa la inclusión de dicha cláusula en los estatutos, por ejemplo, en forma de prestación accesoria¹⁶⁸³. Sin embargo, en la práctica, algunas sociedades cotizadas

mayor responsabilidad; aunque a su vez, considera que son otros *stakeholders*, como los trabajadores, quienes son más idóneos para promover la perspectiva a largo plazo.

¹⁶⁸³ Tal como se comentó anteriormente en favor de cláusula EIZAGUIRRE, v. también MIQUEL RODRIGUEZ, J., *La sociedad conjunta ...*, op. cit., p. 235, v. EMBID IRUJO, J.M., “Conflictos de intereses atípicos en la reforma de la LSC” en *Rincón de Commenda*, 08/08/14, disponible en: <http://www.commenda.es/rincon-de-commenda/conflictos-de-intereses-atipicos-en-la-reforma-de-la-lsc/> tb recalde qu elso deberes “introducción de cierto componente ético jurídico que permita al juez atenuar o corregir las extremas consecuencias que en ocasiones se pueden derivar de aquel principio, deberes de fidelidad y excl. Socio incumplidor Recalde, p. 308.

han instaurado un deber genérico de lealtad en vez de articularlo como prestación¹⁶⁸⁴. Entendemos que el incumplimiento de la cláusula estatutaria de lealtad no sería aplicable la sanción por enriquecimiento injusto dado su carácter tasado por ley, asimismo, su estabilidad se encontraría en tela de juicio dado que estaría sujeto a cambios por la modificación de estatutos¹⁶⁸⁵. Asimismo, resulta cuestionable admitir una cláusula estatutaria por incumplimiento de los deberes de lealtad o fidelidad tal como se desprende de la RDGRN 30 de marzo de 1999 que supedita la exclusión del socio a una decisión judicial en casos de infracción del deber de fidelidad¹⁶⁸⁶.

¹⁶⁸⁴ Así por ejemplo, Iberdrola:

Artículo 14. Los accionistas y el Sistema de gobierno corporativo

1. La titularidad de acciones implica la conformidad con el Sistema de gobierno corporativo y el deber de respetar y cumplir las decisiones de los órganos de gobierno de la Sociedad adoptadas legalmente.

2. Los accionistas deberán ejercer sus derechos frente a la Sociedad y los demás accionistas y cumplir sus deberes con lealtad, buena fe y transparencia, en el marco del interés social, como interés prioritario frente al particular de cada accionista, y de conformidad con el Sistema de gobierno corporativo.

GAMESA:

Artículo 10.- Los accionistas y la Sociedad 1. La titularidad de las acciones implica la conformidad con estos Estatutos y con las demás Normas de Gobierno Corporativo de la Sociedad, así como la sujeción a las decisiones legalmente adoptadas por los órganos de gobierno y de administración de la Sociedad. 2. Los accionistas deben ejercer sus derechos frente a la Sociedad y a los demás socios de conformidad con las Normas de Gobierno Corporativo y con sus deberes de lealtad, transparencia y buena fe, en el marco del interés social como interés prioritario frente al interés particular de cada accionista.

SANTANDER

Artículo 7. 2. El accionista ejercitará sus derechos frente a la Sociedad con lealtad y de conformidad con las exigencias de la buena fe.

¹⁶⁸⁵ En este sentido, PAYNE, J., “Contractual aspects of shareholder's duties” en AA. VV., “Shareholder's duties”, 2017, p. 177, considera que para sociedades abiertas cotizadas, sería necesario que fueran previstas por ley dada la fragilidad de la causa por su amenaza de modificación por la mayoría.

¹⁶⁸⁶ A este respecto, v. FERNANDEZ DE CORDOBA CLAROS, I., “La separación y exclusión de socios en las sociedades de capital”, *RdS*, nº 41, 2013. Se rechaza asimismo la inscripción de las cláusulas que regulan la denominada por los Estatutos de responsabilidad general de los socios y deber general de lealtad y fidelidad de los socios. No obstante, HERNANDO CEBRIÁ, L. *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital...*, op. cit., p. 287, considera viable la incorporación de cláusulas relativas a la exclusión por situación de abuso, como la opresión de la minoría.

CONCLUSIONES

PRIMERA.- Los contratos sobre acciones de una sociedad cotizada han sido utilizados para la cobertura, especulación o arbitraje sobre los valores subyacentes. Su negociación de manera bilateral y en mercados OTC les confiere la flexibilidad para el diseño de sus características. En este sentido, los inversores en renta variable los han utilizado de manera cualificada para alcanzar una posición influyente en las sociedades en las que invierten sin verse afectados por el riesgo de mercado anudado a su participación o permaneciendo ocultos al resto del mercado.

SEGUNDA.- Los contratos sobre acciones pueden clasificarse según los elementos de la acción que consigan disociar. De este modo, los contratos sobre futuros y opciones sobre acciones dotan de protección sobre la fluctuación del precio de la acción en el mercado y, en los casos extremos, hasta se puede obtener un beneficio del descenso en el precio de cotización. Otros contratos consiguen crear posiciones largas o cortas sobre acciones en la sombra, también denominada propiedad sintética al no figurar su titularidad sobre las acciones. Este es el caso del préstamo de valores, en el que el tomador obtiene la propiedad temporal de los valores, ejerciendo el derecho de voto pero trasladando una cantidad equivalente a los derechos económicos, tales como el dividendo, al prestamista que también soporta el riesgo de mercado. Asimismo, la parte larga de un *total return swap* replica una posición larga en acciones al recibir los rendimientos y los derechos económicos asociados sin haberlas adquirido, pudiendo obtener de facto el derecho de voto si la parte corta cubre su posición con acciones sobre las que se referencia el subyacente.

TERCERA.- El término *decoupling* aglutina las disociaciones que originan los contratos sobre valores al modular el riesgo de mercado, redistribuir los derechos económicos de la acción o direccionar del voto. Se distinguen dos tipologías en atención a cuál es elemento que prevalece, bien el derecho de voto o bien el interés económico sobre las acciones. En el *empty voting* el derecho de voto es superior al riesgo que soporta el accionista por las acciones de las que es propietario, mientras que en la *hidden ownership* predomina el interés económico sobre el derecho de voto.

CUARTA.- El *empty voting* es una nueva forma de voto con una exposición limitada al riesgo de mercado. Esta tipología encierra varios subtipos en razón del nivel de riesgo soportado. El subtipo más peligroso es el *negative voting* pues la sobre cobertura de su posición en acciones le reporta beneficios que dependen de la depreciación del valor de cotización. La pretensión del accionista que recurre al *empty voting* es lograr una influencia determinante *low cost* en la sociedad en la que invierte, lo cual puede tener aspectos positivos, tales como la mejora de la gobernanza de la sociedad al trasladar el voto a inversores informados. Pero también pueden producirse efectos adversos para la sociedad y el resto de los socios cuando el *empty voter* fuerce la adopción de acuerdos que impacten negativamente al valor de cotización de las acciones . Se evidencia su uso predominante por los *hedge funds* como parte de su estrategia activista en las sociedades en las que invierten, siendo cooperadores necesarios, en ocasiones, los inversores institucionales tradicionales, pues al buscar la rentabilización de su participación enfocada al largo plazo, prestan las acciones a los fondos activistas. Asimismo, se detectan alianzas de facto o *wolfpack activism* entre estos inversores. Como quiera que los ordenamientos están fomentando la implicación de los inversores institucionales, las propias disposiciones normativas pueden retroalimentar este tipo de influencia adversa si no se establecen las medidas preventivas necesarias que eviten los casos más graves de influencia negativa.

QUINTA.- La *hidden ownership*, también denominada propiedad sintética de valores, replica los elementos de la posición jurídica del socio sin adquirir la propiedad de los valores. La variante que incide en el derecho de voto es la *hidden morphable ownership* que se diferencia de la tipología general en que el inversor tiene la posibilidad de direccionar el sentido del voto del accionista, además de recibir la cantidad equivalente a los derechos económicos y soportar el riesgo de mercado. Esta estrategia se asemeja a una suerte de persona interpuesta al inversor oculto con el fin de eludir el cumplimiento de normas relativas a la prohibición de voto, así como también para reforzar la estructura de control de la sociedad. Esta estrategia se ha utilizado también para no comunicar la participación significativa en la sociedad con el fin de no alertar ni al mercado ni a la sociedad de la eventual toma de control de la compañía.

SEXTA.- El *decoupling* no es equiparable a las desviaciones tradicionales que rompen el principio de proporcionalidad en la atribución del derecho de voto, ya que ni limita el

derecho de voto por accionista ni se atribuyen derechos de voto desproporcionales al valor nominal. Aunque de manera indirecta, el *decoupling* sí incide en el principio de proporcionalidad pues pone de manifiesto su ineficacia en la distribución de los votos cuando el riesgo de mercado relativo al capital aportado ha sido cubierto en casos de *empty voting*. Por el contrario, a las posiciones sintéticas largas en acciones no se les confiere el derecho de voto cuando sí están soportando el riesgo asociado a las acciones. El uso cualificado de los derivados *equity* y el préstamo de valores hace replantearse la idoneidad del interés residual como unidad de medida de la potencia de voto ante el aumento de la heterogeneidad de intereses entre los accionistas.

SEPTIMA.- Las nuevas formas del ejercicio de voto no son perjudiciales en todo caso, pues la modulación del riesgo a través del recurso a contratos sobre valores es lícita y pueden coadyuvar a la adopción de acuerdos beneficiosos para la sociedad y el resto de socios. En particular, aquellos que han recurrido al *empty voting* sin llegar a neutralizar el riesgo votarán a favor de propuestas que benefician su posición en la sociedad. Entendemos, sin embargo, que en otros casos sí pueden representar un potencial quebranto del deber abstracto de fidelidad del socio cuando se ejerza el derecho de voto apartándose del fin común, al forzar la prevalencia de su interés privado contrario al interés social o en detrimento del resto de socios. Situación que se dará en todos los casos en los que el voto determinante del *negative voter* fuerce la adopción de un acuerdo pues pretende la depreciación del valor de la compañía a corto plazo, lo que resulta contrario al interés social. Asimismo, la utilización de la *hidden morphable ownership* como una técnica de interposición puede eludir el deber de abstención del socio en los supuestos tasados de conflicto de intereses y hacer prevalecer su interés privado de manera oculta. En cualquier caso, gracias a la posible obtención de influencia cortoplacista, por ejemplo, mediante el recurso a la *record capture*, se pueden adoptar acuerdos que, a pesar de no dañar el patrimonio social, resulten abusivos para el resto de socios. No estamos, por tanto, ante un problema de nuevo cuño, pues el conflicto de intereses del socio existía antes del influjo de la innovación financiera. No obstante, la novedad del *decoupling* se encuentra en asegurar la obtención de una influencia determinante gracias a contratos cuya causa es la cobertura de riesgos, lo que puede generar discrepancias adicionales entre los nuevos accionistas minoritarios influyentes que recurren a estos contratos y el resto de socios.

OCTAVA.- El *empty voting* no contraviene la prohibición de la indivisibilidad de la acción ya que ni se fracciona su valor nominal ni se escinden los derechos atribuidos a la posición jurídica del socio; tan sólo se modula el riesgo asociado a la propiedad de las acciones. Sin embargo, en la *hidden morphable ownership* sí se produce una reestructuración de hecho de la posición jurídica del socio, ya que la parte larga no sólo soporta el riesgo de mercado se pacta la percepción de una cantidad equivalente a los derechos económicos del socio o hasta es posible que determine el sentido del voto del socio. Resultando por ello semejantes a los pactos que se recogen en el título constitutivo del usufructo sobre acciones o la prenda de acciones en relación al ejercicio de los derechos del socio. Entendemos por ello que esta desmembración atípica es válida al generarse a través de contratos sobre acciones lícitos, claro reflejo del principio de libertad de pactos entre las partes siempre que no se contravenga el art. 7 C. C. A mayor abundamiento, el reconocimiento por el art. 12. 1 TRLMV de la constitución de otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta refuerza la válida desmembración de hecho de la posición jurídica del accionista.

NOVENA.- Nuestro sistema de registro de valores anotados en cuenta genera la disociación no intencional entre la titularidad real y el legitimado para el ejercicio de los derechos del socio que puede agravarse cuando se combina con el recurso al *decoupling*. En primer lugar, la presunción de titularidad legítima de quien figure en el registro de detalle de las entidades participantes (segundo escalón) o en el registro central (primer escalón) impide reconocer la legitimación al titular que figura en el tercer o sucesivos escalones generados con ocasión de la apertura de cuentas de custodia global de valores. Si el inversor (*beneficial owner*) que figura en el último escalón recurre al *decoupling* se exagera la pérdida de titularidades y la incapacidad para detectar quién soporta el riesgo de la inversión. Del mismo modo, en segundo lugar, la supeditación del derecho de asistencia a la junta a la tenencia de acciones en la fecha de registro genera nuevas discrepancias entre el legitimado a ejercer el voto y el titular de las acciones en la fecha de la junta, gracias al desbloqueo de la negociación de valores en el periodo que media entre la fecha de registro y el día de celebración de la junta. Esta desconexión puede empeorar si el tiempo que media entre la fecha de registro y la junta general es muy elevado, y esta desconexión puede potenciarse artificialmente cuando se recurre intencionadamente al préstamo de valores en la fecha de *record date* y se finaliza con anterioridad a la fecha de celebración de la junta, generando un *empty*

voter con un riesgo cero, cuya inversión ha sido cortoplacista y sin interés en la sociedad en la que vota.

DECIMA.- La opacidad que rodea las estrategias de *decoupling* ha sido incentivada por la celebración de los contratos relativos a los derivados *equity* fuera de mercado o por el recurso a préstamos bilaterales de valores. El EMIR ha supuesto un cambio transcendental en relación a la comunicación de operaciones sobre derivados pues, con independencia de que los derivados *equity* se mantengan sin compensar, han de comunicarse a los registros de operaciones. Los inconvenientes de esta nueva notificación son la inexistencia de un registro central que centralice la comunicación de los contratos, lo que permite a las partes notificar los contratos en distintos repositorios. La AEVM y la CNMV son las únicas entidades que tendrán acceso a la información detallada de los contratos sobre derivados *equity* referenciados a acciones de sociedades españolas. La sociedad afectada, los socios o el mercado en general, tan sólo dispondrán de la información agregada por tipo de contrato. En consecuencia, no se puede detectar la modulación del riesgo contrato a contrato ni quiénes utilizan estos contratos. En el mismo sentido, respecto al préstamo de valores, con el nuevo sistema de compensación, liquidación y registro de valores se han eliminado las referencias de registro. Se pasa a un sistema de saldos cuyo control lleva IBERCLEAR a través del PTI, procediendo, por ejemplo, al case de las operaciones sobre préstamos bilaterales de valores liquidados. Asimismo, se exige a cada entidad participante la llevanza de un registro relativo a los préstamos de valores de conciliación trimestral al que sólo tendrá acceso IBERCLEAR, por lo que tampoco la información estará disponible para la consulta de las sociedades afectadas.

UNDECIMA.- El régimen de notificación de participaciones significativas tras la reforma efectuada por la Directiva 2013/36/UE amplía la obligación de comunicación de participaciones significativas generadas a través del recurso a derivados *equity* liquidados por diferencias. Con esta medida se consiguen descubrir los casos de *hidden ownership*, pero no sirve para detectar el *empty voting* ni, en particular, el supuesto más grave, el *negative voting*, pues su ámbito no comprende la comunicación de posiciones cortas sobre acciones. Tampoco se ha aprovechado para incluir, en línea con algunos Estados miembros o con EEUU, la notificación relativa a la intención con la que se obtiene una participación significativa. Otra de las materias que no se ha tenido en

cuenta es la obtención de participaciones significativas a través del *high frequency trading* que se liquidan en el mismo día y que pueden agravar la estrategia de *record date capture*. En la transposición de la Directiva a nuestro ordenamiento no se ha optado por incluir la suspensión de voto como sanción por incumplimiento de la comunicación de una participación significativa que sí contempla la Directiva, lo que puede dar lugar a que sigan apareciendo casos de *hidden morphable ownership* no transparentes.

DUODECIMA.- El recurso a la influencia sin riesgo a través del *empty voting* no suele llegar a la toma de control de la sociedad; por el contrario, sí se observa el recurso a la *hidden morphable ownership* como estrategia hacia el control de la misma. Por este motivo, el Real Decreto 1066/2007 acertadamente requiere tanto la comunicación del préstamo de valores como los *swaps* para el computo de la participación de control, aunque en este último caso incluso si todavía no se ha liquidado. Sin embargo, no resulta claro que haya de comunicarse una estrategia de *wolfpack activism* en la que se trocea un *equity swap* entre varias contrapartes para evitar llegar al umbral de comunicación de la toma de control pues el comportamiento conscientemente paralelo de las entidades de crédito como contrapartes se ha equiparado a un *gentlemen's agreement* de carácter puntual. Asimismo, tampoco se tendrán que comunicar los comportamientos conscientemente paralelos de los inversores institucionales que siguen la estrategia del *hedge fund* aunque puedan estar retroalimentando una estrategia de *decoupling* de este inversor hacia la obtención del control.

DECIMOTERCERA.- El deber de comunicación de las posiciones netas negativas en acciones por el Reglamento 236/2012 permite conocer de manera muy limitada e indirecta las posiciones adversas que han podido recurrir al *negative voting*. En efecto, la información que se proporciona es relativa a la posición negativa neta sin desglosar las posiciones largas o cortas sobre acciones y no comprende todos los instrumentos con los que se consigue la sobre cobertura del riesgo, por ejemplo, el préstamo de valores. Aun así, la comunicación de posiciones netas negativas en acciones de la sociedad puede servir como indicio de una posible estrategia de activismo adverso. Por el contrario, el Reglamento 596/2014 relativo al abuso de mercado sí que detectará el *negative voting* llevado a cabo por los *insiders* pues se han de comunicar todos los tipos de operaciones sobre derivados y acciones que superen determinados umbrales. El

problema reside en el limitado espectro del reglamento porque, en definitiva, no está diseñado para la transparencia del *decoupling* lo que impedirá conocer las posiciones negativas del accionista minoritario influyente.

DECIMOCUARTA.- La reforma del art. 497 LSC unifica el régimen de identificación del accionista en sociedades cotizadas reconociendo el derecho de las sociedades y de determinados accionistas o asociaciones de accionistas a conocer la identidad de quienes figuren en los registros de las entidades participantes en el sistema de registro. Como quiera que la presunción de legitimación se limita a quienes aparezcan en el primer y segundo escalón del sistema, la sociedad sigue sin tener el derecho a conocer los titulares económicos de las acciones en los casos de tenencia indirecta, salvo que, como se lleva cabo en la práctica, se amplíe estatutariamente la comunicación en los casos de titularidades fiduciarias.

DECIMOQUINTA.- El claro desequilibrio entre el definitivo reconocimiento del derecho de voto de las titularidades indirectas en el art. 524 LSC sin el equivalente derecho a conocer la sociedad la identidad de los que se sitúan en el tercer escalón o sucesivos resulta, cuanto menos, incongruente dado que ambos preceptos fueron modificados por la Ley 31/2014. Consideramos que la sociedad también ha de tener derecho a identificar al tercer escalón olvidado. En este sentido, el art. 283-19 PCM da una solución a la opacidad de la tenencia indirecta pues establece la comunicación previa a la junta general por los intermediarios sobre los datos de los clientes y el número de acciones correspondientes a cada uno de ellos. Asimismo, la Directiva del parlamento europeo y del consejo por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en su art. 3 bis reconoce el derecho de las sociedades a identificar al accionista detrás de una cadena de intermediarios. Este derecho es un argumento adicional para reconsiderar la identificación del *beneficial owner*, pues los Estados miembros han de garantizar el derecho de las sociedades a esta identificación lo que puede implicar la necesaria modificación del art. 497 LSC. La propuesta de modificación ha de considerar también la naturaleza de nuestro sistema de tenencia que es de tipo directo. Por consiguiente, hemos planteado algunas reformas de carácter parcial que podrían favorecer la identificación del titular real aun manteniendo un sistema de tenencia directa. En primer lugar, cabría modificarse la presunción de legitimación a quien aparece en el registro se

presume su titularidad formal. En segundo lugar, se plantea la asimilación de las titularidades indirectas o fiduciarias a un derecho real atípico. Con esta medida se conseguirían gravar en el sistema registral las anotaciones asociadas a este tipo de tenencia y así la sociedad al recibir la información sobre la identidad de los accionistas conocería dicho gravamen. En cualquiera de los casos, será necesario igualmente la modificación también en la LSC del derecho de identificación. De *lege ferenda* se propone la siguiente redacción del apartado 1 con el fin de reconocer al tercer escalón olvidado por nuestro sistema de legitimación registral:

1. La sociedad emisora tendrá derecho a obtener en cualquier momento de las entidades que lleven los registros de los valores los datos correspondientes de los accionistas, incluidas las direcciones y medios de contacto de que dispongan. En el caso de que el accionista sea una entidad intermediaria o un intermediario de la cadena de intermediarios, la sociedad podrá requerir los datos de los titulares indirectos, salvo previsión estatutaria en contrario.

DECIMOSEXTA.- Unido al derecho a identificar al tercer escalón es necesario también considerar el derecho de la sociedad a conocer el interés económico real del socio o titular indirecto en la sociedad y de este modo detectar posibles casos de *negative voting*. En línea con la experiencia en Derecho comparado como son los casos de Reino Unido, que reconoce a la sociedad el derecho a investigar los intereses de los socios (S. 793 *Companies Act*); de Francia, que requiere la comunicación, previa a la celebración de la junta, de la cesión temporal de títulos (L225-126 *Code du Commerce*), o de Portugal que hace necesaria la comunicación de posibles casos de *record date capture*, estimamos necesario requerir mayor información relativa a la características intrínsecas de la participación del socio. Ahora bien, como quiera que el art. 179 LSC impide condicionar el derecho de asistencia a la junta a los accionistas que figuren como tales en la fecha de registro, entendemos que el proporcionar información relativa al interés del socio en la sociedad no podría ser un requisito vinculante para asistir a la junta general. No obstante, consideramos que una manera generalizada de obtener la sociedad esta información sería que en la información a cumplimentar en las tarjetas de asistencia y delegación de voto a la junta se indicase entre otros extremos el tipo de tenencia, si se ha cubierto la posición en la sociedad a través de derivados o se ha recurrido al préstamo de valores.

DECIMOSEPTIMA.- Desde la Industria se distingue mayoritariamente la calificación de mala práctica la toma de valores en préstamo con el único propósito de ejercer el derecho de voto, extremo que no se ha reconocido respecto del recurso a derivados *equity*. En la práctica societaria comparada se establecen exigencias de transparencia sobre la posición en la sociedad para ejercer los derechos de minoría. Asimismo, se ha considerado la idoneidad del recurso a mecanismos de control reforzados tales como las *loyalty shares*, aunque consideramos de discutible utilidad reforzar al accionista a largo a plazo con mayor influencia cuando éste también puede recurrir a la cobertura de su posición en la sociedad. Por el contrario, la activación de *poison pills* puede neutralizar la potencial influencia de aquellos que recurran a la *hidden ownership* mediante derivados como estrategia hacia el control. Sea como fuere, cualquiera de las dos medidas no son viables en nuestro ordenamiento por contravenir el principio de proporcionalidad e igualdad entre socios.

DECIMOCTAVA.- Se cuenta con las primeras evidencias del tratamiento jurisprudencial del *decoupling* en el *common law*. La jurisdicción de Delaware (EEUU) ha admitido la posible extensión en el futuro de la doctrina del *vote buying* al *decoupling*. En este sentido no será válido un acuerdo en el que haya participado un *empty voter* al no superar el *intrinsic fairness test*, es decir, siempre que se pruebe el fraude o *disenfranchisement* al resto de socios y que el acuerdo no se haya adoptado por una mayoría de accionistas que no hayan recurrido a estas prácticas. En Canadá se reconoce la posibilidad el examen por los tribunales del interés económico neto del socio para determinar la legitimación para el ejercicio de los derechos de minoría.

DECIMONOVENA.- En nuestro ordenamiento, la modificación del régimen del conflicto de intereses del socio por la Ley 31/2014 no arroja resultados satisfactorios para nuestro objeto de estudio. El art. 190. 3 LSC fuerza a interpretar estrictamente el ámbito objetivo y subjetivo del deber de abstención del voto del socio en conflicto pues reconoce el derecho de voto de los socios en los conflictos de intereses no tasados. Por consiguiente, en el caso del conflicto intrínseco a la posición del *negative voter* o en el del conflicto indirecto que puede darse en el socio que vota bajo los dictados del *hidden morphabe owner*, la solución queda relegada a la impugnación del acuerdo. No compartimos el presunto carácter intermedio de la reforma que alega la Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo al compararla con su anterior regulación para las

sociedades de responsabilidad limitada y la generalización a todas las sociedades de capital de la Propuesta de Código Mercantil (art. 231-63). Entendemos que la regulación del conflicto de intereses en esta última era más favorable para la prevención de los casos adversos de *decoupling* al establecer un deber de abstención general en caso de conflicto directo e indirecto, lo que hubiera permitido la concreción en los estatutos del deber de abstención en casos de *negative voting*, así como la extensión de la regulación a los conflictos indirectos en la *hidden morphabe ownership*.

VIGESIMA.-La causa bajo la que se incardina la impugnación de los acuerdos que han sido adoptados gracias al recurso al *empty voting* se debe a su contradicción con el interés social. En particular, en el caso del *negative voter* que fuerza la adopción de acuerdos que impacten negativamente en la cotización de las acciones. La dificultad proviene de que la acreditación de la lesión del interés social resultará complicada si no se cuenta con un régimen de transparencia apropiado que detecte la cobertura de la posición del socio. A su vez, el *decoupling* puede ayudar a un accionista mayoritario a la adopción de un acuerdo en detrimento del resto de socios que no responda a una necesidad razonable de la sociedad. Lo que no ha previsto la reforma es la posible obstrucción de la minoría como posible causa de impugnación, circunstancia que puede verse favorecida gracias al *decoupling*, por ejemplo, mediante el préstamo de valores en la *record date capture*, lo que planteará como remedio último la impugnación por abuso de derecho en base al art. 7 C. C. En último lugar, la sentencia que estime la nulidad del acuerdo tampoco resultará suficiente pues el socio no ha de devolver el beneficio que ha obtenido con la modulación del riesgo ni indemnizar el daño que ha causado al resto de socios.

VIGÉSIMOPRIMERA.- Como los remedios tradicionales para la solución de los posibles menoscabos del deber de fidelidad del socio son insuficientes para afrontar las nuevas formas de voto, sería necesario el establecimiento de medidas específicas que consigan evitar que los casos adversos de *decoupling* no se lleguen a materializar. Como quiera que con estas prácticas el riesgo se modula, consideramos que las medidas que se establezcan han de ser también graduales en función de la gravedad de la disociación del riesgo.

VIGÉSIMOSEGUNDA.- Con la actual regulación del conflicto de intereses del socio no se podría lograr la suspensión del voto del *negative voter* con carácter general pues el deber de abstención del socio se circunscribe a una lista tasada de acuerdos. No obstante, se propone ampliar el ámbito del precepto para comprender los conflictos indirectos que se suelen asociar a la *hidden morphable ownership* cuando el socio en conflicto se puede servir de esta nueva forma de interposición y conseguir, por ejemplo, que la parte corta de un equity swap vote bajo su instrucción. Asimismo, se podría valorar la inclusión de un nuevo acuerdo dentro de la lista del apartado primero del art. 190, que establece el deber de abstención del socio cuando se adopte un acuerdo relativo a una transacción de la sociedad con este socio como tercero. De este modo la posible acumulación de la potencia de voto gracias a la *record date capture* para forzar la adopción de un acuerdo no llegaría a darse, pues el socio no podría votar ni tan siquiera de manera oculta pues se habría previsto la ampliación del deber de abstención al conflicto indirecto. En última instancia, en el tercer apartado del art. 190 LSC también cabría reconsiderar la posibilidad de que las sociedades pudieran incluir otros supuestos de abstención. En suma, la propuesta de modificación del artículo sería la siguiente:

190. 1. El socio no podrá ejercitar, por sí, por cuenta de otro o por representante, el derecho de voto correspondiente a sus acciones o participaciones, cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto:

- a) autorizarle a transmitir acciones o participaciones sujetas a una restricción legal o estatutaria,
- b) excluirle de la sociedad,
- c) liberarle de una obligación o concederle un derecho,
- d) *realizar transacciones con la sociedad.*
- de) facilitarle cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a su favor o
- ef) dispensarle de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme a lo previsto en el artículo 230.

3. *Salvo que los estatutos establezcan otros supuestos determinados de abstención*, en los casos de conflicto de interés distintos de los previstos en el apartado 1, los socios no estarán privados de su derecho de voto. No obstante, cuando el voto del socio o socios incurso en conflicto haya

sido decisivo para la adopción del acuerdo, corresponderá, en caso de impugnación, a la sociedad y, en su caso, al socio o socios afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social. Al socio o socios que impugnen le corresponderá la acreditación del conflicto de interés. De esta regla se exceptúan los acuerdos relativos al nombramiento, el cese, la revocación y la exigencia de responsabilidad de los administradores y cualesquiera otros de análogo significado.

VIGÉSIMOTERCERA.- En cuanto a la suspensión del voto del *negative voter*, entendemos que sería factible en el caso de que se amplíen las competencias de la CNMV, en línea con la habilitación suspensiva de los supervisores en relación a los derechos de voto de participaciones significativas cuya influencia impacte en la gestión sana y prudente de las entidades bancarias (art. 23, Ley 10/2014), las entidades aseguradoras o reaseguradoras (art. 86. 2, Ley 20/2015) y las empresas de inversión (art. 180. 1, b TRLMV). Esta suspensión estaría condicionada a la mejora de la transparencia en torno a las posiciones cortas en la sociedad, con el fin de poder detectar los casos de *negative voting*. Se propone la incorporación a la TRLMV del siguiente precepto:

Artículo .. Medidas para asegurar la gestión sana y prudente del emisor.
Cuando existan razones fundadas y acreditadas para considerar que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en un emisor pueda resultar en detrimento de la gestión sana y prudente de la misma, dañando gravemente su situación financiera, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá suspender los derechos de voto durante un plazo que no podrá exceder de 3 años.

VIGÉSIMOCUARTA.- En relación con la *hidden morphable ownership*, se podría valorar que los derechos de voto informales que consigue la parte larga del *swap* se conviertan en formales mediante la reconexión del interés económico con el derecho de voto. Se necesitaría llevar a cabo una interpretación extensiva del art. 524 LSC equiparando el *decoupling* a la tenencia indirecta, donde la entidad intermediaria sería la parte corta del derivado y el titular indirecto se correspondería con la parte larga. Asimilación que ya se ha llevado a cabo en el apartado d art. 5. 1 RDOPAS al

considerar que la cobertura del riesgo de acciones a través de permutas tiene un “efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta”. Como estas prácticas se desean mantener ocultas, no se prevé que se proceda a la delegación del voto sino que el intermediario (parte corta) votará de acuerdo a como determine el titular indirecto (parte larga). Por lo que se hace necesario por tanto que la sociedad conozca de antemano la naturaleza del tipo de tenencia como hemos propuesto en la conclusión décimo quinta. Una segunda alternativa, sería la introducción de un precepto en la LSC como al art. 231-35 de la Propuesta de Código Mercantil en el que aplica a las transmisiones fiduciarias las reglas del usufructo de acciones, es decir, se establecería una suerte de derecho real atípico sobre las titularidades fiduciarias, entre las que creemos se encontrarían los *total return swap*. Se le aplicaría el régimen del usufructo, el fiduciante (parte larga del swap) se asimilaría al nudo propietario por lo que ejercería el derecho de voto.

VIGÉSIMOQUINTA.- Una propuesta que lograría calcular el derecho de voto en atención al interés real del socio sería la introducción del riesgo como parámetro en el cómputo de la potencia de voto. Se partiría de la atribución proporcional, una acción-un voto, a aquellos socios que no hubieran cubierto su posición. Con respecto a aquellos otros que, además de acciones, tengan contratos sobre acciones se calcularía su voto en razón de la posición neta en la sociedad por lo que dicha posición se reduciría en caso de cobertura de la posición. A pesar de la oportunidad de esta medida para eliminar los efectos adversos del *decoupling*, su implantación implicaría la introducción de una nueva excepción al principio de proporcionalidad ya que el número de votos decrece en proporción a la reducción del riesgo. No contamos en nuestro ordenamiento con evidencias de la atribución del derecho de voto bajo otro criterio que no sea la aportación al capital en sociedades anónimas, aunque en sociedades de responsabilidad limitada sí se admite el voto plural y en derecho de cooperativas permite el voto plural ponderado a la actividad cooperativizada (art. 26 Ley 27/1999). Asimismo tampoco se ha sistematizado la notificación de la posición global del socio en la sociedad por lo que puede generar inseguridad jurídica esta nueva forma de atribución del derecho de voto.

VIGÉSIMA SEXTA.- En atención a los impedimentos para incorporar las medidas específicas en derecho societario para eliminar los efectos adversos del *decoupling* consideramos, en última instancia, que como el *decoupling* es una de las

manifestaciones de alejamiento del deber de fidelidad del socio , en vez de dar solución a este caso concreto, cabría reconsiderar este deber con carácter general. Se propone la concreción del deber de fidelidad del socio en dos niveles; el primero, estableciendo el deber general aplicable a todos los socios de ejercitar sus derechos conforme al interés social y a la buena fe en línea con el art. 115 de la *Lei das Sociedades por Ações* de Brasil. En un segundo nivel, partiendo de la extensión del deber de lealtad del administrador al socio de control en la propuesta de Código Mercantil, se debería ampliar el ámbito subjetivo del deber al accionista minoritario en el mismo sentido que se exige en el art. 192 de la *Companies Law* de Israel. Como ha quedado patente en esta tesis, un accionista minoritario, gracias al *decoupling*, puede tener una capacidad de influencia determinante para la adopción de acuerdos. Con la extensión del deber de lealtad del administrador al accionista influyente, en caso de incumplimiento se le podría exigir al socio no solo la indemnización de los daños y perjuicios causados sino también devolver el enriquecimiento injusto obtenido gracias a su estrategia de cobertura. De *lege ferenda* se propone la modificación del art. 93 LSC de siguiente modo:

Artículo 93. Derechos y obligaciones del socio.

1. En los términos establecidos en esta ley, y salvo los casos en ella previstos, el socio tendrá, como mínimo, los siguientes derechos:

- a) El de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación.
- b) El de asunción preferente en la creación de nuevas participaciones o el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones.
- c) El de asistir y votar en las juntas generales y el de impugnar los acuerdos sociales.
- d) El de información.

2. *El socio deberá ejercer sus derechos de conformidad con el interés social y de buena fe. En caso de ejercicio abusivo o perjudicial, el socio será responsable de los daños y perjuicios causados.*

3. *Al socio que pueda ejercer una influencia determinante para la consecución de la mayoría exigible para la adopción de un acuerdo o, en sociedades anónimas, una influencia notable al poder nombrar o destituir algún miembro del consejo de administración, le serán también*

aplicables los deberes de lealtad previstos en esta Ley para los administradores de derecho.

CONCLUSIONS

FIRST. - Equity contracts whose underlying are public listed companies shares have been used to hedge, speculate or arbitrage with the underlying. Their bilateral negotiation and celebration in OTC markets provide the decisive flexibility to draft its terms and clauses. For instance, equity investors have used these contracts in a qualified manner in order to acquire an influential position in the companies in which they invest without being affected by market risk associated to its participation or to remain hidden from the rest of the market.

SECOND. - Equity contracts can be classified according to the decoupled elements of the share. Thus, futures and options offer protection against market stock price movements, in extreme cases, their users can even get a benefit from the decline of the stock price. Other contracts create a long and short hidden share position, which has been coined synthetic ownership owing to property over shares, is not passed to the long party of the transaction. This is the case of securities lending, where the property of the securities is temporarily transferred to the borrower as well as the voting rights but the borrower shall pay an equivalent amount to economic rights such as dividends to the lender who also bears the market risk. The same occurs when the long party of a total return swap mimics a long position in the underlying shares without having acquired them underlying stock since he receives a corresponding amount to the appreciation of the securities price above the reference price and dividends along informal rights because the short party has delta hedge its position with shares of the same kind as the underlying.

THIRD. - The term decoupling entails the fragmentation of the elements of shareholder's position which are shaped by equity contracts as they adjust risk; reallocate economic rights or direct voting. There are two distinguished types regarding which the element of the security which excels, either the right to vote or the economic interest of shares. In empty voting situations the right to vote is superior to the risk that the shareholder bears, while in the hidden ownership the economic interest prevails from the right to vote.

FOURTH. - Empty voting is a new way of exercising voting rights with limited exposure to market risk. This type of decoupling entails various subtypes according to the level of risk of the holding, from positive to neutral or even negative. The most dangerous is negative voting because the hedging technique provides the shareholder a negative exposure to the stock price. The shareholders' objective is to get a low cost pivotal influence in the companies in which they invest; it might have positive effects such as improving corporate governance as votes might pass to informed investors. However, it could also have adverse consequences for the company and the other shareholders when an empty voter has the swing vote and the result of the outcome is an agreement which impacts negatively in the stock price. Empty voting' techniques have been linked to hedge funds activist strategy; occasionally, traditional institutional investors can be required cooperators because they lend their shares in order to monetize their long term investment in companies. Furthermore, they have been detected the facto activist alliances or wolf pack activism amongst these investors. Given the trend of the legislature to increase the engagement of institutional investors, these dispositions may promote this adverse influence as long as preventive measures which neutralize the worst cases are not taken into account.

FIFTH. - Hidden ownership or so called synthetic ownership mimics the elements of a shareholder's position without acquiring the underlying shares. The subtype which relates to voting is hidden morphable ownership because it confers informal voting rights to the hidden owner as well as the dividend amount and bears market risk. It resembles a soft parking strategy in order to a corporation or shareholders that are excluded from voting circumvent the prohibition and getting votes indirectly. Furthermore, it has been used as a technique to avoid the notification of significant shareholdings or a strategy to obtain the control of a company without being perceived by the market or the corporation.

SIXTH. - Decoupling is not equivalent to traditional deviations from one share-one vote principle, because neither it limits the number of votes a shareholder is entitled to vote nor it confers disproportionate votes according to the nominal value of the shares. Although, indirectly, decoupling shows the inefficacy of the principle because it confers voting rights when market risk has been hedged in empty voting cases whereas synthetic positions do not have formal rights to vote when they are affected by the

depreciation of the stock. The qualified use of equity derivatives and securities lending causes concern about the utility of the residual interest of shareholders as a valid measure to dictate their power to vote given the increasing heterogeneity of the shareholders as a group.

SEVENTH. - The new ways of exercising voting rights are not detrimental in every case as equity derivatives are valid contracts to hedge exposure to market risk and it does not imply in every case that a decision adopted thanks to empty voters harms the corporation as a whole. Precisely, those empty voters who have been unable to neutralize the risk of their position so they are exposed to downward risk will tend to vote proposals which have positive returns. We believe, however, that other cases are a potential infringement of an abstract duty of fidelity of the shareholders when their pivotal vote drives the adoption of agreements detrimental to the corporate interest or the other shareholders. Moreover, hidden morphable ownership can be used by shareholders with a conflict of interests which disqualifies them to vote thus it does not limit them to engage in long equity swap and instruct the short party to vote in the interest of the conflicted shareholder. Additionally, owing to the short term influence and additional votes that can be obtained through record date capture it might force the adoption of agreements detrimental to other shareholders. Accordingly, this is not a new problem; conflict of interests existed before financial innovation has come to terms. Even though, the novelty of decoupling fortifies a determinative influence thanks to contracts whose cause is hedging risk, bringing new discrepancies between shareholders and those who use these contracts.

EIGHTH. - Empty voting does not breach the principle of share indivisibility because neither does slice its nominal value nor splits the rights confer to the shareholder's company position, it only curbs the market risk of securities. Nonetheless, hidden morphable ownership the facto reconstructs shareholders' position because the long party is exposed to downward risk, receives an amount equivalent to dividends or other economic rights even directs the right to vote of the shareholder, who is the short party of the agreement. For these reasons, hidden morphable ownership agreements bear a resemblance to the provisions of the instrument establishing a usufruct or a pledge of shares. We understand that it is a valid deconstruction because equity derivatives and share lending are valid contracts whose parties may establish any clauses deemed

convenient provided that they are not contrary to laws, as a result the voting rights clause shall not exceed the limits imposed in art. 7 C. C. to exercise of rights. After all, art. 12 TRLMV also admits other encumbrances of securities so it indirectly infers the possibility of deconstructing the facto shareholders' position.

NINETH. - The Spanish system of holding securities creates a non-intentional separation between the legal owner and the beneficial owner that can be exacerbated when is combined with the use of decoupling. Firstly, the proprietary rights are given only to account holders of the first and second tier of the system; those who are registered in the following tiers due to omnibus accounts are not recognized by the system. For instance, if the beneficial owner who is positioned in the last tier has used means of decoupling, it is going to exacerbate the possible loss of the real owner identity and the failure to detect who is bearing the risk of shares. In a similar vein, secondly, the right to vote in public listed companies is conditioned to the holders of registered shares that have been enter into the ledgers five days in advance of the date of the meeting; again, the system aggravates the disconnection because it might be used intentionally by investors who borrow shares in the record date and end the loans before the general meeting date, this practice is favoring risk free empty voters with no interest in the company when the general meeting takes place.

TENTH. - Decoupling is characterized by a relevant level of opaqueness due to the parties' choice of OTC derivatives or bilateral securities lending. EMIR has involved a noteworthy change in relation the communication of derivative contracts because, even if OTC equity derivatives are not compensated, it requires reporting the contracts to a trade repository. The shortcoming of the notification is the lack of a central registry which unifies the information because currently each party of the contract can report to different repositories. The supervisors, ESMA and CNMV, are the only entitled to access to the detailed information of the equity derivatives contracts whose underlying are Spanish securities of public listed companies. In contrast, the company, shareholders and the market are only able to access to the aggregated information of the contracts. As a result, they cannot detect who is hedging the risk related to shares. Correspondingly, the reform of the Spanish clearing, settlement and registry system has eliminated the registry references for a system based on balances. IBERCLEAR is in charge of the system through the post trading interface, i. e it deals with the liquidation of bilateral

lending securities. Furthermore, it requires to each entity that hold a securities lending registry which needs reconciliation every trimester, it is only accessible for IBERCLEAR, as a result, the companies are unable to notice lending active of their securities.

ELEVENTH. - The notification regime of major holdings reform made by the Directive 2013/36/UE expands the notification obligation to those who hold cash settled equity derivatives. This measure helps to identify hidden ownership cases though it does not detect negative voting because it does not entail short positions in shares. Furthermore, it has not been considered in the reform the notification of the intention of the investors with significant holding in contrast with some member states or USA that this requirement is binding. There has been no mention either to the holdings which are obtained through high frequency trading that can lead to a record date capture strategy. The transposition of the Directive to our legal system has some faults such as having not included the suspension of voting rights when the investors do not notify their position, as a result, hidden morphable owners can still keep hidden.

TWELFTH. - Getting risk free influence through empty voting does not purport a seeking control of the public company strategy. On the contrary, hidden morphable ownership has been used as an escalating strategy to a takeover. As a result, the Royal Decree 1066/2007 accordingly requires in order to calculate the control position that securities lending as well as equity derivatives even if they have not yet been liquidated are being counted. Inversely, it is dubious whether it should be communicated a wolf pack activism strategy in which an equity swap is dice into several counterparties so as not to reach the control position in the company because it has been considered as an occasional *gentlemen's agreement*. Subsequently, there is no obligation to count the conscious parallelism of institutional investors when following a hedge fund strategy at some point even if it can help to expand a decoupling strategy to control the company.

THIRTEENTH. - The obligation to notify and disclose net short positions according to Regulation (EU) No 236/2012 does not provide a clear picture of adverse positions that could pretend a negative voting strategy. On one hand, it does not include securities lending or all types of derivatives. On the other hand, the information provided is in relation to net negative position, it does not split the information into positive and

negative positions in companies. Nevertheless the information can be a signal of an adverse activist strategy. Contrarily, Regulation 596/2014 related to market abuse in fact detects negative voting from insiders as they shall notify any equity derivative or securities lending that hold. The downside is the narrow scope of the regulation that is not applicable to a relevant minority shareholder.

FOURTEENTH. - The amendment of art. 497 LSC by 31/2014 Act unifies the shareholder identification regime in public listed corporations, as it recognizes not only corporations but also those shareholders and shareholders associations that meet a certain threshold have their right to know the identity of those who appear in the registries of the participant entities. Given that the presumption of ownership applies only to those who are registered in the first or second tier of the registry system, the result is that the companies still do not have the right to identify the beneficial owners of shares unless by-laws extend the communication to fiduciary entitlements.

FIFTEENTH. - The noticeable disparity between the definite recognition of the right to vote to indirect holders in art. 524 LSC and the omission of an equivalent right of the company to identify those registered in the third or following tiers in art. 497 LSC is at least inconsistent because both provisions were amended by the 31/2014 Act (Ley 31/2014). In this regard, art. 283-19 PCM requires intermediary entities the notification before the general meeting of the data corresponding to clients and the number of shares they hold indirectly. Furthermore, the art. 3a. c of the European Parliament legislative resolution of 14 March 2017 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement states that Member states shall ensure that companies have the right to obtain the information regarding shareholder identity even if there is a chain of intermediaries. Whether the proposal is adopted, Spanish legislator shall guarantee this right of the company. Our proposal is to amend section 1 of art. 497¹⁶⁸⁷ in the following terms in order to recognize the forgotten third tier by our legitimacy principle of the registry system:

1. The issuing company shall have the right at any moment, to obtain data corresponding to shareholders, including addresses and any means of contact

¹⁶⁸⁷ The English version of the Corporate enterprises act is available at: [webpage - Corporate Enterprises Act 2015 - Ley de Sociedades de Capital](#)

available, from the entities controlling the securities register. *When the shareholder is an intermediary entity or an intermediary in the chain of intermediaries, the corporation can request the data of the indirect owners. Except from by-laws provisions to the contrary.*

SIXTEENTH. - Related to the right to identify those who remain in the third tier, it is also required to take into account the company's right the real risk exposure of the shareholder and the indirect holder in the company's shares so as to discover negative voting cases. In line with the comparative law experience such as in UK where the public companies may require information about interests in a company's shares (S. 793 Companies Act); in France, a shareholder shall inform before the general meeting of any temporary transfer transactions of shares (L225-126 of the Code du Commerce) or in Portugal which art. 23, 7 Código de Valores Mobiliário sheds light to record date capture strategies because any transfer of shares between the record date and the date when the general meeting is held shall be notified to the company. Given this findings, we consider that it is necessary that shareholders shall specify more information about the intrinsic features of their holdings or related assets. However, there is an impediment to this proposal, art. 179 LSC does not allow to limit the right to attend the general meeting of those who figure in the registry at the record date. As a result, the company may gather this information through the issuance of the attendance and proxy cards in which those proxy holders or shareholder who attend the meeting shall fill the information about the nature of the holding, related equity derivatives or lending activity over shares.

SEVENTEENTH: Industry standards have stated that securities lending whose only purpose is to exercise voting rights is bad practice, despite there is no equivalent mention in relation to equity derivatives. In comparative corporate practice it has been found transparency requisites in order to exercise minority rights. Furthermore, it has been considered adopting control enhanced mechanisms such as loyalty shares as a solution to decoupling, although we find it a questionable tool to diminish decoupling because enforcing long term shareholders does not refrain them to hedge the risk of their holding. In contrast, activating a poison pill may neutralize the potential influence of hidden owners that have used derivatives as part of their strategy to control the company. In any case, none of the control enhanced mechanisms are available for

Spanish public listed companies as these remedies interfere with proportionality and equality principles.

EIGHTEENTH. - There are some evidences in jurisprudence relating to decoupling in common law countries. Delaware jurisdiction (USA) has admitted the possible of future extension of vote buying doctrine to decoupling cases. Accordingly, a transaction tainted with empty voting would be void if it does not challenge intrinsic fairness test, in other words, firstly, there's the need to proof an empty voting strategy, secondly that the aim of the transaction is to defraud or disenfranchise the other shareholders and thirdly that has not been vote by an independent majority. In Canada, it has been recognized the possibility of tribunals to check the net economic interest of the shareholder in order to ascertain the shareholder' legitimacy to exercise minority rights.

NINETEENTH: In our legal framework, the 31/2014 Act (Ley 31/2014) has amended the shareholder' conflict of interests but it has not given a satisfactory solution to our object of study. The wording of art. 190. 3 LSC forces to interpret strictly the agreements in section 1 that a conflicted shareholder is not allowed to exercise the right to vote. It states that any other conflict of interest not referred in the first section shareholders can exercise the right to vote. Therefore, the intrinsic conflict of interests of a negative voter or the indirect conflict of interest of a shareholder that votes according to the instruction of a hidden morphable ownership is subjected to challenge the agreement. We cannot agree with the Comisión de Expertos en Gobierno Corporativo statement about the intermediary nature of the reform if its compare with the former art. 190 LSC or the art. 231-63 PCM. We understand that the later proposal is more favorable for the prevention of adverse decoupling cases because it establishes a general duty to refrain from voting to those shareholders in direct and indirect conflict of interests. This approach would allow by-laws to define concrete conflict of interests such as negative voting, and the extension of the applicability to indirect conflict of interests as hidden morphable ownership.

TWENTIETH. - Agreements adopted thanks to empty voting shall be subject to challenge because they may be deemed detrimental to corporate interest. Precisely, the negative voter swing vote that forces the adoption of an agreement that deleteriously affects the price of stock. The difficulty comes from attesting the detriment to the

corporate interest when there is no transparency related to hedging risk by shareholders. Furthermore, decoupling may help a controlling shareholder to force the adoption of abusive agreements rather than responding reasonably to a corporate need. The challenging agreements procedure reform does not cover minority obstruction, decoupling can advance this behavior, for instance, through record date capture. As a result, the only remedy of last resort is challenging the agreement based in the prohibition of rights abuse of art. 7 C. C. Lastly, final ruling in favor of the challenger is not enough to declare a decision null and void because the disgorgement of profits that the shareholder has obtained is not granted in these cases.

TWENTY FIRST.- Traditional remedies to solve the infringement of the abstract fidelity duty of shareholders is not adequate to solve the effects of the new means of voting, it is necessary to establish concrete remedies to prevent decoupling taking place. As we have indicated, risk variation in shareholders position is the main issue to take into account into the drafting of any regulation; as a result we believe that any measure should be incremental to the risk that is reduced or over hedge.

TWENTY SECOND. - The current shareholders conflict of interest regime does not permit the suspension of the negative voter' votes as the general duty to refrain is only applicable to fixed decisions. Nevertheless, we recommend changing the scope of art. 190. 1 LSC in order to extend its application to indirect conflicts that may occur when a shareholder in conflict gets hidden votes through a hidden morphable ownership that are tainted with conflict as they are voted by the short leg of an equity swap. Furthermore, it can be appropriate to consider adding a new agreement to the abstention list of the 190. 1 LSC, precisely when the agreement refers to a transaction between the company and the shareholder as a third party. As a result, the shareholder cannot force the transaction to be adopted either by getting more votes through record capture or even informal rights through hidden morphable ownership because the direct and indirect conflict of a shareholder party of a transaction is being encompassed. Moreover, the third section of art. 190 LSC could be modified in order to include the capability of companies to include in their by-laws other conflict of interests. To summarize, we recommend the following changes to art. 190 LSC:

Article 190. Conflicts of interest

1. Partners may not exercise their right to vote corresponding to their stocks or shares when the issue at hand regards adopting an agreement on the following:

- a) Authorizing transfer of stocks or shares subject to a legal or statutory restriction,
- b) Exclusion from the company,
- c) Release from an obligation or granting of a right,
- d) ***Making transactions with the company,***
- ¶ e) Facilitating any type of financial assistance, including the loan of guarantees in their favor or
- e f) Allocating any obligations arising from the duty of loyalty stipulated under article 230.

In joint stock companies, the prohibition of exercising the right to vote on the issues described in points a) and b) above shall only be applied when said prohibition is explicitly foreseen in the corresponding regulatory statutory clauses regarding the restriction or exclusion of free transfer.

2. The stock or shares of any partner affected by any conflict of interest referred to in the above section shall be deducted from the capital for the purposes of calculating the majority vote required in each case.

3. ***Unless statutes determine other issues that the shareholders may not exercise the right to vote,*** in the event of any conflict of interest not referred to in section 1, partner shall not be deprived of their right to vote. However, in the event that the vote of the partner or partners with a conflict of interest would have been decisive with regards to the adoption of the agreement, in the event of a dispute, the burden of proof of conformity that the agreement is in the corporate interest would have been decisive with regards to the adoption of the agreement is in the corporate interest shall lie with the company or, if relevant, the partner or partners affected by said conflict of interest. Any partner or partners in dispute must verify the conflict of interest. Excluded from this rule are any agreements relating to allocating, ceasing, revoking or invoking management responsibilities or similar, when the conflict of interest specifically applies to the position held by the partner within the company. In these cases, the responsibility lies with the individuals who dispute the proof of damage to the corporate interest.

TWENTY THIRD. - The suspension of negative voter' votes might be feasible whether the powers of the supervisor (CNMV) are expanded in line with the similar power of supervisors in relation to the voting rights of significant holdings where the influence exercised by the person with a significant holding is likely to operate to the detriment of the prudent and sound management of banks (art. 23, Ley 10/2014), insurers and reinsurers (art. 86.2, Ley 20/2015) and investment firms (art. 180. 1, b TRLMV). The suspension implementation should be conditioned to adopt a transparency regime in relation to short positions in shares in order to detect negative voting cases. We propose the addition to the TRLMV the following article:

Article ... Measures to the prudent and sound management of the entity

When there are founded and accredited reasons to consider that the influence that is exercised by any person that has a major holding in an issuer whose shares are admitted to trading that is likely to operate to the detriment of the prudent and sound management of the institution, seriously damaging its financial situation, the Comision Nacional del Mercado de Valores shall suspend suspension of the exercise of the voting rights attached to the shares held by the shareholders for a period of no more than three years.

TWENTY FOURTH.- In relation to hidden morphable ownership, it should be considered turning informal rights that the hidden owner gets from the short leg into formal rights through the recoupling of the interest in shares and the right to vote. This measure would require an extensive interpretation of art. 524 LSC so as to consider decoupling as a form of indirect holding of shares, as a result, the short leg is in the same position as an intermediary entity and the long leg is the person on behalf of the intermediary (short leg) acts. The shortcoming is that hidden ownership practices are intended to remain in darkness, so the long leg does not use a proxy to participate in the general assembly rather the short leg votes according to what the long party dictates, as a result, as we have already address, transparency before the general assembly is needed.

TWENTY FIFTH. - A proposal that would calculate the right to vote regarding the real interest of the shareholder is calculating the power to vote adding risk as a new parameter. Those shareholders who have not hedged their holding still receive a vote per share, in contrast to hedgers. Accordingly, shareholders that apart from shares have

also engaged in equity derivatives their vote is calculated in proportion to their net position in the corporation, reducing its power to vote according to their limited exposure. Even though the proposal is noteworthy in order to diminish decoupling adverse effects, its implementation requires the introduction of a new exception to the proportionality principle because the number of votes decreases proportional to the reduction of the risk of the holding. We do not have any evidence of distributing votes in public companies by a different criteria from capital, though in limited companies disproportionate voting is permitted and in co-operative disproportionate voting is distributed by the activity of its members (art. 26 Ley 27/1999). Furthermore, unless a notification system that entails not only long positions but also short position is implemented, the measure could generate legal uncertainty.

TWENTY SIXTH. - Giving all the difficulties to incorporate specific measures in company law to eradicate adverse effects of decoupling, in the long run as decoupling is an example of an infringement of fidelity of shareholder instead of a concrete solution to decoupling it may well be reconsidered imposing a concrete fidelity duty of shareholders. We advocate a general duty that should have two levels; the first level is applicable to every shareholder, as a result shareholders have a duty to exercise rights regarding corporate interest and good faith in the same vein as art. 155 of the Brazilian *Lei das Sociedades por Ações*. The qualified duty of the second level is based, firstly, in scope of the loyalty duty of directors that is also appropriate to controlling shareholders in the art. 215. 8 PCM but we believe that it is necessary to expand as well to minority shareholders as art. 193 of Israel Company Law establishes regarding to the duty to act fairly. Imposing a loyalty duty to minority shareholders is based on the finding in this thesis that decoupling strategies let a minority shareholder have a determinant influence in the companies in which they invest. In case of infringement, this extension brings the possibility not only to claim damages to the decoupler but also disgorgement of profits gained through its hedging techniques. *De lege ferenda* we suggest the amendment of art. 93 LSC in this form:

Article 93. Partners' and shareholders' rights

Pursuant to the terms of this act, subject to exceptions provided for hereunder, partners or shareholders shall be entitled to the following rights:

- a) To take part in the distribution of company earnings and in the equity resulting from liquidation.

- b) To acquire new stakes or subscribe new shares or convertible bonds under preferred conditions.
- c) To attend and vote at general meeting and challenge company agreements.
- d) To be duly informed.

2. A partner or shareholder shall act in exercising his rights with regard to the corporate interest and in good faith. An abusive or detrimental exercise, the shareholder shall be responsible for any damages caused.

3. A partner or shareholder that can exert a pivotal-determinative influence in order to adopt an agreement or, in public companies, a notable influence as to be entitled to designate or dismiss any board of directors members, there also be applicable the loyalty duties that the Act applies to directors.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *A practitioners guide the FCA listing Regime*, Sweet & Maxwell , 2013.

AA.VV., *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven University Press, 2010.

AGGARWAL, R., SAFFI, P., y STURGESS, J., “The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities Lending Market”, *Georgetown McDonough School of Business Research Paper*, 2012, nº 07.

ALBORCH BATALLER, C., *El derecho de voto del accionista: supuestos especiales*, Tecnos, 1977.

ALCALÁ DÍAZ, M. A., “El conflicto de interés socio-sociedad en las sociedades de capital”, *RdS*, nº 9, 1997, pp. 89-142.

— El derecho de impugnación del socio en la sociedad anónima cotizada, Wolters Kluwer, 2006.

— “Organización del Mercado español de futuros y opciones” en AA. VV., *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas-Thomson Reuters, 2013, pp. 219-248.

ALEMANY EGUIDAZU, J., “Las personas interpuestas en los Mercados de Valores”, *RDBB*, nº 27, (BIB 2013\138975).

ALFARO AGUILA-REAL, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica*, Cívitas, 1995.

— Conflictos intrasocietarios (Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada) en AA.VV., *Estudios de derecho mercantil: homenaje al profesor Justino F. Duque*, Vol. 1, Universidad de Valladolid, 1998, pp. 89-112.

— “Voto vacío y los conflictos de interés de los accionistas”, 19 de julio de 2010, disponible en: <http://derechomercantilesana.blogspot.com.es/2010/07/voto-vacio-y-los-conflictos-de-interes.html>,

- “Voto vacío: Las cosas se ponen peor”, 25 agosto 2011, disponible en: <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2011/08/voto-vacio-las-cosas-se-ponen-peor.html>
- “Obligación de publicar las participaciones significativas, “propiedad oculta” y “voto vacío”, 16 julio de 2012, disponible en: <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2012/07/obligacion-de-publicar-las.html>
- *Activismo accionarial* (y *II*), disponible en: <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2014/05/activismo-accionarial-y-ii.html>.
- “La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital (V), 27 de junio de 2014, disponible en: <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2014/06/la-reforma-del-gobierno-corporativo-de-27.html>
- “La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital VI”, disponible en <http://derechomercantiles pana.blogspot.com.es/2014/06/la-reforma-del-gobierno-corporativo-de-9312.html>;

ALFARO AGUILA-REAL, J. y MASSAGUER, J., “Artículo 204. Acuerdos impugnables” en JUESTE MENCIA, J. (Coord.), *Comentario de las reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/204) sociedades no cotizadas*, Thomson Reuters-Civitas, 2015, pp. 155-229.

ALI, P., RAMSAY, I. y Saunders B., “Securities Lending, Empty Voting and Corporate Governance”, *CIFR Paper*, N° 023/2014.

ALONSO ESPINOSA, F. J., “La posición jurídica del socio en la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de sociedades de responsabilidad limitada”, en IGLESIAS PRADA, J. L. (Coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Vol. 2, Civitas, 1996, pp. 1443-1462.

ALONSO LEDESMA, C., *La exclusión del derecho de suscripción preferente en sociedades anónimas*, McGraw-Hill Interamericana de España, 1995.

- “El papel de la Junta General en el Gobierno Corporativo de las sociedades de capital” en ESTEBAN VELASCO, G. (Coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Marcial Pons, 1999, pp. 615-706.
- “Voz: Pacto parasocial” en ALONSO LEDESMA, C. (Dir.), *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel, 2006, p. 855
- “La naturaleza del reglamento de la junta y su infracción como causa de impugnación de los acuerdos social” en AA. VV., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Tomo 1, 2016, pp. 389-415.
- “La reforma del gobierno corporativo de las entidades de crédito” en ALONSO LEDESMA, C., (Dir.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño reformas pendientes y andantes*, Tirant Lo Blanch, 2016, pp. 59-127
- “Transacciones vinculadas y socios de control en sociedades cotizadas: una aproximación” en AA. VV. *Estudios sobre derecho de Sociedades Liber Amicorum Profesor Luis Fernández de la Gándara*, Marcial Pons, 2016, pp. 699-721.

ALONSO UREBA, A., y AA.VV., *Transparencia accionarial y buen gobierno corporativo*, Centro de Gobierno Corporativo, 2010.

ALONSO UREBA, A., y RONCERO SANCHEZ, A., “Sobre la admisibilidad en derecho español vigente de las operaciones de captación del derecho de voto de accionistas en sociedades cotizadas: solicitud de representación, derivados financieros y compra de votos”, en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A., DE LA ORDEN DE LA CRUZ, M^a. C., MUÑOZ PEREZ, A. F.(Coords.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013, pp. 697-730.

ALVAREZ SANCHEZ DE MOVELLAN, P., *Estudios sobre el proceso de impugnación de acuerdos sociales*, Dykinson, 2015.

AMF, *Report of the working group chaired by Yves Mansion on securities lending before general meetings of shareholders*, 2008

ANABTAWI, I. y STOUT, L. A., “Fiduciary Duties for Activist Shareholders”, *Stanford Law Review*, Vol. 60, pp. 1255-1308.

- ANABTAWI, I., “Some Skepticism about Increasing Shareholder Power” *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper*, No. 05-16, 2005.
- ANDERSEN, P.K., [“Shareholder conflicts: Problems and solutions”](#)., Andersen, Paul Krüger Clausen, Nis Jul Skog, Rolf (ed.). *Shareholder Conflicts*. Kbh.: Karnov Group. 2006. 27-49.
- ANGEL, J., “The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling”, *Journal of Business Ethics*, 85, Supplement 1, 2009, 239–249.
- ANKER-SØRENSEN, L., “Financial engineering as an additional veil for the corporate group”, *European Company Law*, Vol. 13, n° 5, 2016, pp. 158-166.
- ARNETT, G. W., *Global Securities Markets: Navigating the World's Exchanges and OTC Markets*, John Wiley & Sons, 2011.
- ARROYO MARTINEZ, I., “Reflexiones en torno al interés social”, *RDM*, 240, 2001, pp. 221-440.
- AWREY, D. The mechanisms of derivatives market efficiency, *New York University Law Review*, 2016, pp. 1104 y ss.
- BAINBRIDGE, S.M., “The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19C-4”, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 69, 1991, pp. 565-634
- “Shareholder Activism and Institutional Investors”, *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* No. 05-20, 2005, pp. 17 y 18.
- *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford, 2012.
- BALDWIN, T., *Brokaw act stands up to wall Street raiders*, USA Today, 29 marzo 2016.
- BALZARINI, P., CARCANO, G., y VENTORUZZO, M. . *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi (Venezia, 10-11 novembre 2006)*. Giuffrè Editore, 2007.
- BARRY, J., HATFIELD, J. y KOMINERS, S. “Derivatives Markets and Social Welfare: A Theory of Empty Voting and Hidden Ownership”, *Virginia Law Review*, 2013, p. 1103-1167.
- BARTOS, J., *United States Securities Law: A Practical Guide*, Kluwer Law, Kluwer Law International, 2006.

- BECHUCK, M. "The myth of shareholder franchise", *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, 2006
- "The myth that insulating boards serves long-term value", *Columbia Law Review.*, vol. 113, 2013, p. 1637.
- BEBCHUCK, L. A., BRAV. A., JACKSON, R. J., y JIAN, W., "Pre-Disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy", *Journal of Corporation Law*, Vol. 39, No. 1, 2013, pp. 1-34
- BECHT, M.; FRANK, J., GRANT, J., "Hedge fund activism in Europe", *EGCI-Financial working paper*, 283, 2010.
- BECK, B., *What We Talk About When We Talk About Voting: Efficiency and the Error in Empty Voting*, 21 *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2016, pp. 211 y ss.
- BEKKUM, J., HIJINK, J., SCHOUTEN, M.C. y WINTER, J.W. "Corporate governance in the Netherlands", *Electronic Journal of Comparative Law*, vol. 14.3, 2010.
- BELCREDI, M., y ENRIQUES, L., "Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: The Case of Italy", *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper*, No. 225, 2013.
- BENJAMIN, J., *The law of global custody*, Bloomsbury Professional, 2013.
- BERDOU, A., "Mieux encadrer l'empty voting", *Droit des sociétés*, nº11, Novembre 2011.
- BIRKMOSE, H. S., NEVILLE, M., y ENSIG SORENSEN, K., *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, 2011.
- BIRKMOSE, H. S., y MÖSLEIN, F., "Introduction; Mapping shareholder's duties" en BIRKMOSE, H. S. (Ed.), *Shareholders' duties*, Wolters Kluwers, 2017, pp. 1-24.
- BIS, Derivatives Statistics, <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32>.
- BIS/IOSCO, Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements, 2012.

- BITSCH MADSEN, M., “A new approach to shareholder heterogeneity”, Kluwer Law International, 2017.
- BLACK, B. S., “Equity Decoupling and Empty Voting: The Telus Zero-Premium Share Swap”, *M&A Lawyer*, Octubre, 2012
- BLACK, B.S. y KRAAKMAN, R.H., “A Self Enforcing Model of Corporate Law.”, *Harvard Law Review*, 109, 1996, pp. 1911-1982.
- BLOCK, M., “Conflito de interesses nas sociedades anônimas: critério de apuração formal ou substancial?”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 153-154, 2010, pp. 36-66.
- BME., “El liderazgo de la inversión extranjera en la bolsa española: dos décadas de crecimiento” en AA. VV. *Posición internacional de la empresa cotizada española.*, BME, 2015.
- BÖCKLI, P. Et. al., *Shareholder Engagement and Identification*, 2015, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2568741> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2568741>.
- BOLTON, P. y SAMAMA, F.,” L-Shares: Rewarding Long-term Investors”, *ECGI - Finance Working Paper No. 342/2013*, 2013.
- BOOTH, RICHARD A., “Majority-of-the-Minority Voting and Fairness in Freezeout Mergers”, *Villanova Law/Public Policy Research Paper No. 2014-1004*, 2014.
- BOSSU, S., *Introduction to Equity Derivatives: Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Ltd., 2012, p 74.
- BRADDOCK, J. C., *Derivatives demystified: structured financial products*, Wiley, 1997.
- BRAV, A., DASGUPTA, A., y MATHEWS, R. D., “Wolf Pack Activism”, *Robert H. Smith School Research Paper*, nº 2529230, 2016.
- BRAV, A., HEATON, J. B., y ZANDBERG, J., “Anti-activist legislation: the curious case of the Brokaw Act”, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2860167> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2860167>.

- BRAV, A., JIAN, W., y KIM, H., “Hedge Fund Activism”, en ATHANASSIOU, P., (Ed.), *Research handbook on hedge funds , private equity and alternative investments*, Edward Elgar Publishing, 2012.
- “Hedge fund activism: A Review”, *Foundations and trends in Finance*, 4 (3), 2010, pp. 185-246.
- BRAV, A., PARTNOY y J. F., THOMAS, R., “Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance”, *Journal of Finance*, 63 (4), 2008, pp. 1729-1775.
- BRIGGS, T. W., “Corporate governance and the new hedge fund activism: An empirical analysis”, *The Journal of Corporation Law*, 32 (4), 2007.
- CABALLERO GERMAIN, G., *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*, Civitas, 2010.
- CACHON BLANCO, J. E., “El contrato de préstamo de valores negociables (especialmente, acciones cotizadas en bolsa” en IGLESIAS PRADA, J. L. (Coord.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez*, Civitas, vol. 3., 1996, pp. 3163-3201.
- CAMPUZANO, A., “Artículo 93. Derechos del socio”, en ROJO, A. y BELTRÁN, E. (Dir.) *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital*, Tomo III, Civitas, 2011, pp. 789-799.
- CANCER LOMA, M., ““Telus Corporation vs. Mason Capital Management”: revisión de los argumentos del "empty voting"”, RDM, nº 12, 2013, pp. 283-290.
- CARRASCO PERERA, A., *Tratado del abuso de derecho y del fraude de ley*, Civitas, 2016.
- CASTIÑEIRA JEREZ, J., “Impugnación de acuerdos sociales y sistemas indemnizatorios: algunas reflexiones sobre su (in)comparabilidad (arts. 204. 2. II y 206. 1. II LSC) en AA. VV., en AA.VV. *El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capital*, Colegio Notarial de Madrid, 2015, pp. 201-214.
- CESR, *CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holdign shares and entitlements to acquire shares*, 2010.

- CESR, *Standardisation and Exchange Trading OTC*, CESR/10-610.
- CHARMAN, A., y DU TOITS, J., *Shareholder actions*, Bloomsbury Professional, 2013.
- CHAZEN, L., The Dutch poison pill: How is it different from an American rights plan, 1 de diciembre de 2015, disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/12/01/the-dutch-poison-pill-how-is-it-different-from-an-american-rights-plan/>;
- CHEFFINS, B. R., “Hedge Fund Activism Canadian Style”, *ECGI - Law Working Paper*, no. 202; *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*, no. 3/2013, 2013.
- CHEFFINS, B. R., “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper*, No. 28, 2011.
- CHEFFINS, B. R; ARMOUR, J., “Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge funds”, *Journal of Corporation Law*, 2012; pp. 1-89.
- CHIU, I. H. Y y KATELOUZOU, D., “From Shareholder stewardship to shareholders duties” en BIRKMOSE, H. S. (Ed.), *Shareholders' duties*, Wolters Kluwers, 2017, pp. 131-151.
- CHRISTOFFERSEN, S. K., GECZY, C., REED, A. V., y MUSTO, D. K., “Vote Trading and Information Aggregation”, *ECGI - Finance Working Paper*, 141, 2007,
- CHULIA, F.V., “Grupos de sociedades y conflictos de intereses”, *RDM*, 280, 2011, pp.19-43.
- CLARCK, R. C., *Corporate Law*, Aspen Law & Business, 1986.
- CLOTTENS, C., “Empty Voting: A European Perspective”, *ECFR*, 9 (4), 2012, pp. 452-453.
- CNMV, BANCO DE ESPAÑA, *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, 2007, p. 21.
- CNMV, *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*, 2003.

- *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, 2007
- *Propuestas de reforma en el sistema español de compensación, liquidación y registro*, 2011.
- *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo*, 14 de octubre de 2013.
- *Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación*, 2014
- *Estadísticas Gobierno de las sociedades cotizadas*, 2015.
- *Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*, 2015.

COHEN, J., “Negative voting: Why it Destroys Shareholder Value and a Proposal to Prevent it”, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 45, No. 1, 2008.

COHEN, J., HAUSHALTER, D., y REED, A. V., “Mechanics of the equity lending market” en AAVV., *Securities Finance Handbook*, John Wiley & Sons, Inc. 2008.

COHEN, Z., “Fiduciary duties of controlling shareholders: A comparative view, 12 U. PA. J. INT’L L., 1991, pp 379-410.

COLE, D. R., “E-proxies for sale? Corporate vote-buying in the internet age”, 76 *Wash. L. Rev.* 824, 2001.

COLLINS, B. y FABOZZI, F. J., “Listed Equity Options and Futures” en Fabozzi, F. (Ed.) *Handbook of Finance*, pp. 175-195, Willey Online Library, 2008.

COMISION EUROPEA, *Commission staff working paper: The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, COM (2010) 243.

- *Commission staff working Document The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*, COM (2010) 243, pp. 86-87.

- *Consultation on the modernisation of the Transparency Directive 2004/109/EC*, Pregunta 18.
- *Consultation on the modernisation of the Transparency Directive 2004/109/EC*, Pregunta 23.
- *Documento de trabajo de los servicios de la comisión. Resumen de la evaluación de impacto que acompaña al documento Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y la Directiva 2007/14/CE.*
- *El gobierno corporativo en las entidades financieras y las políticas de remuneración*, COM(2010).
- *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights*, MARKT/30.04.2007.
- *Impact Assessment accompanying the Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC*, SEC(2009) 576, p. 22.
- *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, 2007.
- *Informe de la Comisión al Consejo, al Parlamento europeo, al Comité económico social europeo y al Comité de las Regiones. Aplicación de la Directiva 2004/109/CE, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado* SEC (2010)611.
- *Libro verde: La normativa de gobierno corporativo de la UE*, Bruselas, 5.4.2011 COM(2011) 164 final.
- *Report from the commission staff working paper, impact assessment*, Com 2011, 683, SEC 2011, 1280 final-
- *Synthesis of the comments on the third consultation document of the internal market and services directorate general*, 2007, p.7.

— *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues* Accompanying document to the Report from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions - Operation of Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market COM(2010)243.

— *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues ...*, p. 79.

— *Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan*, COM (1999) 232, 11 mayo 1999.

COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, 2008.

COMPARATO, F. K; SALOMÃO FILHO, C., *O poder de controle na sociedade anônima.*, Ed. Rio de Janeiro: Forense: 2008.

CONAC, P-H., “Cash-Settled Derivatives as a Takeover Instrument and the Reform of the EU Transparency Directive” en BIRKMOSE, H. S., y ENGSIG SORENSEN, K., *The European Financial Market in Transition*, 2012, Kluwer Law International BV, pp. 49–68.

— The shareholders duty not to abuse rights en Birkmose, H (Ed.), *Shareholders' duties*, Wolters Kluwers, 2017, pp. 363-375.

CONCHEIRO DEL RIO, J., “Préstamo Bilateral de Valores. Examen de su régimen fiscal y su carácter como instrumento de fraude en la reciente actualidad”, *Revista de doctrina, legislación y jurisprudencia*, 17(1), 2001, pp. 419-430.

CONFERENCE ON THE OPERATION OF THE TRANSPARENCY DIRECTIVE 2004/109/EC, 11.06.2010.

CONTHE, M., “Gobierno corporativo: tendencias recientes”, *Expansión*, 7/7/2013, disponible en: <http://www.expansion.com/blogs/conthe/2013/07/07/gobierno-corporativo-tendencias.html>.

- COOLS, S., “The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion”, *11 European Company and Financial Law Review*, no 2, 2014, p. 258-296.
- CORTES DOMINGUEZ, L. F., “El interés social y el sistema de gobierno corporativo” en García de Enterría Lorenzo, J. (Coord.), *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*, Civitas-Thomson Reuters, 2014, pp.157-177.
- COSTAS COMESAÑA, J., *El deber de abstención del socio en las votaciones*, Tirant lo Blanch, 1999, p. 69.
- COURET, A., “France” en BRUNO, S. y RUGGIERO, E., *Public companies and the role of shareholders*, Wolters Kluwer Law & Business, 2011.
- COUTINHO ABREU., J. M., *Do abuso de direito. Ensaio de um criterio em direito civil e nas deliberações sociais*, Almedina, 2006.
- “Interés social y deber de lealtad de los socios”, *RdS*, nº 19, 2002, pp. 39-56.
- CSA, *Review of the Proxy Voting Infrastructure*, Consultation Paper 54-401, 2013.
- CUILLERIER, I., Y HALL, C., “CSX Corp. V. Children’s investment fund management (UK) LLP: Disclosure requirements in the context of total return swaps”, *The Journal on the Law of Investment & Risk Management Products*, v. 31, nº 11, 2011.
- CUNNINGHAM, K.C., “Examination of judicial policy on corporate vote buying in the context of modern financial instruments”, 64 *N. Y. U. Ann. Surv. Am. L.*, 2008-2009, pp. 306-308.
- D’AVOLIO, G., “The market for borrowing stock”, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, pp. 271-236.
- DALLAS, L., “Shortermism, the Financial Crisis and Corporate Governance”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 37, p. 354,
- DAMBORENEA AGORRIA, I., La estructura jurídica de los fondos de inversión, *RDBB*, 28 (113), 2009, pp. 55-95.
- DAS, S., *Swap/financial derivatives: products, pricing, applications and risk management*, J. Wiley, Sigapore, 2004, pp. 3079-3080.

- DAVIES, P. L., “Shareholders in the United Kingdom”, *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper*, N°280, 2015, p. 22.
- DAVIES, P. L/ WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' principles of modern company law*, Sweet & Maxwell, 2012.
- DAVIES, P. y HOPT, K. “Control transactions” en AA.VV. *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, Oxford University Press, 2009, pp. 245-237.
- DE CASTRO Y BRAVO, F. *El negocio jurídico*. Civitas, 2002.
- “La promesa de contrato (algunas notas para su estudio)”, *Anuario de Derecho Civil*, 3, 1950, pp. 1133-1188.
- DE JONGH, M., “Shareholders' Duties to the Company and Fellow Shareholders”, *European Company Law*, 9, 2012.
- DE LA OLIVA SANTOS, A., “¿Debe limitarse el derecho de impugnación de acuerdos en las SA cotizadas?”, *RDBB*, 25 (104), 2006, pp. 163-170.
- DE LUCA, N., “On Record Date, Empty Voting, and Hidden Ownership - Some Remarks on EU Directive 2007/36/Ce from a European Perspective”, *Rivista di diritto societario*, 2010/2, p. 332
- DE NARDIS, E. S., y TONELLO, M., “Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests”, *Conference Board Director Notes*, N° DN-009.
- DERMOT, T., *Clearing and settlement in Europe*, Bloomsbury Professional, 2012.
- DÍAZ MORENO, A., “Derecho a conocer la identidad de los accionistas: nuevo régimen en el Real Decreto 878/2015”, *Análisis GA&P*, Noviembre 2015, pp. 1-5.
- DÍAZ RUIZ, E. *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAS) y futuros financieros sobre intereses*, Civitas, 1993
- “Reflexiones sobre la aplicación de la institución del voto vacío (empty voting) en las sociedades de responsabilidad limitada.”, *DT del Departamento de Derecho Mercantil* n° 79, 2013, pp. 1-11.

- “La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID”, *RDM*, nº 2, 2008, pp. 137-151.
 - “El depósito de valores y otros instrumentos financieros de las IIC en cuentas ómnibus”, *Noticias de la Unión Europea*, nº283, 2008.
 - “Las opciones financieras OTC”, en ALONSO LEDESMA, C., y ALONSO UREBA, A (Dir.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013, pp. . 391-412.
 - “Reflexiones sobre la aplicación de la institución del voto vacío (empty voting) en las sociedades de responsabilidad limitada”, *E-prints UCM DT* del Departamento de Derecho Mercantil, nº 79, 2013.
 - “La utilización de instrumentos financieros derivados en las tomas de control de empresas” en AA. VV., *Manual de fusiones y adquisiciones*, La Ley-Wolters Kluwer, 2016, pp. 625-652.
- DIEZ MORENO, A., Artículo 497. Derecho a conocer la identidad de los accionistas, AA.VV. *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Thomson Reuters, 2011, pp. 3278-3284.
- DIEZ PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Ed. Cívitas, Tomo I, Madrid.
- DJON, M., “Shareholders' duties to the Company and fellow shareholders”, *European Company Law*, 9 (3), 2012, p. 189.
- DOLAN, K., y DUPUY, C., “Equity derivatives: principles and practice”, *Va. Tax Rev.*, 15, p. 164.
- DOMBALAGIAN, O. H., “Can Borrowing Shares Vindicate Shareholder Primacy?”, *UC Davis Law Review* 2008, 42, p. 1231
- DOMINGUEZ GARCIA, M. A., “Comentario al art. 521 bis LSC”, en AA. VV. *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada: Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones de Gobierno Corporativo*, vol. 1, Aranzadi, 2016, pp. 781-803.

- DONALD, D.C.: “The Rise and Effects of the Indirect Holding System - How Corporate America Ceded its Shareholders to Intermediaries (September 26, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1017206> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1017206>”, pp. 48 y ss.
- DONDERO, B., EL BADAWI, L. y LEPLAT, F., *Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement. Le cas de “l'empty voting”*, Université de Rouen, 2013.
- DUFFIE, D., GARLEANU, N., y PEDERSEN, L. H., “Securities lending, shorting, and pricing”, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, pp. 307–339.
- DUQUE DOMINGUEZ, J., *Tutela de la minoría*, Universidad de Valladolid, 1955.
- EASTERBROOK, F.H., y FISCHER, D.R., “Voting in corporate Law”, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 1983, pp. 395-427
- *The economic structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge-MA, 1996.
- ECB, *Legal considerations regarding the introduction of mechanisms allowing issuers to identify their ultimate investors – elements of a potential legal framework*.
- ECHEBARRÍA SÁENZ, J.A., “La posición del socio de las Instituciones de Inversión Colectiva. En particular, la obligación de información sobre políticas de inversión y voto”, en RODRIGUEZ ARTIGAS, F et al. (Coord.), *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, Tomo II, Ed. Thomson/Aranzadi, Cizur Menor ,2006, pp. 1241-1290.
- EDELMAN, P. H., THOMAS, R. S., y THOMPSON, R. B., “Shareholder Voting in an Age of Intermediary Capitalism”, *Southern California Law Review*, 2014..
- EINHORN, T., “Disgorgement of profits in Israeli Law” en AA.VV., *Disgorgement of profits. Gain-based remedies throughout the world*, Springer, 2015, pp. 471-507.
- “The expansion of Israeli unjust Enrichment Law: The mixed blessings of a mixed legal system” en BASEDOW, J. (Ed.). *Aufbruch nach Europa: 75 Jahre Max-Planck-Institut für Privatrecht*. Mohr Siebeck, 2001, pp. 905-922.

EMBID IRUJO, J. M., *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios. La tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*, Ministerio de Justicia, Centro de Publicaciones, 1987.

— El buen gobierno corporativo y los grupos de sociedades, *RDM*, 249, 2003, pp. 933-979.

— “Conflictos de intereses atípicos en la reforma de la LSC” en *Rincón de Commenda*, 08/08/14, disponible en: <http://www.commenda.es/rincon-de-commenda/conflictos-de-intereses-atipicos-en-la-reforma-de-la-lsc/>

— “La codificación del gobierno corporativo”, *RDBB*, nº140, 2015, pp. 11-42.

EMPARANZA SOBEJANO, A., “El presidente de la Junta General de Accionistas: designación, funciones y responsabilidad”, *RDM*, Nº 266, 2007, pp 941-994.

ENGRACIA ANTUNES, J., “Fondos de inversión libre y derecho de sociedades”, *RDBB*, Año nº 28, Nº 113, 2009, pp. 7-54.

ENGSI SØRENSEN, K. E., “Duty of Loyalty of Shareholders - A Possible Remedy for Conflicts in SMEs?” en NEVILLES, M/ ENGSI SØRENSEN, K. E *Company law and SMEs*, Thomson Reuters, 2010.

ENRIQUES, L., GARGANTINI, M.; NOVEMBRE, V., “Mandatory and Contract-Based Shareholding Disclosure”. *Uniform Law Review / Revue de Droit Uniforme*, 15, 2010, p. 720.

ENRIQUES, L., y GATTI, M., “Creeping acquisitions in Europe: Enabling companies to be better safe than sorry”, *ECGI*, nº 264, 2014, p. 21.

EREDE, M: “Governing corporations with concentrated ownership structure: an empirical analysis of hedge fund activism in Italy and Germany, and its evolution”, *EUR. CO. & FIN. L. REV.*, V. 10, n. 3, 201.

ESMA, *ESMA clarifies shareholder cooperation in takeover situations*, 2013-2014.

— *Feedback Statement: Call for evidence on Empty Voting*, ESMA/2012/415..

— *Questions and Answers Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)*, 2016

— Press Release. *Esma fines DTCC Derivatives Repository limited 64.000 for Data Access Failure*. 31 marzo de 2016.

— *First report of esme on the transparency directive* (“TD”), 5 de diciembre de 2007.

— *Views on the issue of transparency of holding of cash settled derivatives*, 2009.

ESPEN EBCKO, B; PAONE, G., “Reforming share voting systems: The case of Italy”, *Tuck School of Business Working Paper*, n° 93, 2011.

ESPEN ECKBO, B., PAONE, G., y URHEIM, R., “Efficiency of share-voting systems: Reporto n Sweden”, *Tuck School of Business Working Paper*, n° 79, 2010.

ESPIN GUTIERREZ, C., “El derecho a conocer datos de los accionistas de sociedades cotizadas” en AA. VV. *Junta General y Consejo de Administración de la Sociedad cotizada: Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones de Gobierno Corporativo*, vol. 1, Aranzadi, 2016, pp. 613-647.

ESTEBAN VELASCO, G., “Algunos aspectos relevantes de la regulación de la Junta general de los socios en la nueva Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada de 1995” en AA.VV. *Estudios de derecho mercantil: homenaje al profesor Justino F. Duque*, Vol. 1, 1998, pp. 233-258.

— “Interés social, buen gobierno y responsabilidad social corporativa (algunas consideraciones desde una perspectiva jurídico-societaria), AA.VV. *Responsabilidad social corporativa. Aspectos jurídico-económicos*, Universitat Jaume I, 2005, pp. 13-62.

— “Responsabilidad social corporativa: delimitación, relevancia jurídica e incidencia en el derecho de sociedades y en el gobierno corporativo” en AA. VV., *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*, Civitas-Thomson Reuters, 2014, pp. 271-312.

EXPANSION, Póngame un ‘equity swap’, 2/4/2007.

FAMA, E.F., JENSEN, M.C., “Separation of ownership and control”, *Journal of law and economics*, 26 (2), 1983, pp. 301-325.

- FARRANDO MIGUEL, I., Los indicadores de la adquisición del control y el deber de formular una OPA obligatoria” en JUSTE MENCIA, J., RECALDE CASTELLS, A., *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, 2010, pp. 59-84.
- “El nuevo régimen de legitimación en la impugnación de acuerdos sociales (art. 206.1 a 4 LSC)”, en VVAA, *Nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capital*. Librería la Jurídica. 2014.
- FARREL, M. “Why liberty halted its “forward pass”, disponible en: <http://www.multichannel.com/news/content/why-liberty-halted-its-forward-pass/368586>
- FAULKNER, M. C., *Securities Lending and Corporate Governance*, 2005, pp. 7-8.
- An introduction to securities lending, Spitalfields Advisors Limited, Londres, 2007.
- FEF, *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, 2015.
- FELIU REY, M. I., “La proyectada y non nata regulación de la transmisión fiduciaria de participaciones y acciones” en AA.VV., *Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, Universidad Carlos III, 2015, p. pp. 666-675.
- FENWICK, M., y VERMEULEN, E. P. M., “ The House of Cards of Corporate Governance: Re-Thinking Transparency and Disclosure of Ownership” (February 12, 2016). *Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper*, No. 2016-1.
- FERNADEZ TORRES, I., “Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas”, *RDBB*, 110, 2008, pp. 1-67.
- FERNANDEZ DE CORDOBA CLAROS, I., “La separación y exclusión de socios en las sociedades de capital”, *RdS*, nº 41, 2013, pp. 281-330.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “La posición jurídica de socio en las sociedades de capital: un análisis tópico de los derechos políticos del accionista” en AA.VV. *Estudios de derecho de sociedades y derecho concursal: libro*

homenaje al profesor Rafael García Villaverde, Vol. 1, Marcial Pons, 2007, pp. 531-562

— *Derecho de sociedades*, Tirant lo Blanch, 2010.

FERNANDEZ DEL POZO, L., “El "enforcement" societario y registral de los pactos parasociales: la oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado”, *RdS*, 2007, nº 29, pp. 139-183.

— “Los problemas societarios y de gobierno corporatio del llamado “voto vacío” (*empty voting*) (Parte I), en ALONSO LEDESMA, C., y ALONSO UREBA, A. (Dir.) *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, pp. 619-655.

— “Los problemas societarios y de gobierno corporatio del llamado “voto vacío” (*empty voting*) (Parte II), en ALONSO LEDESMA, C., y ALONSO UREBA, A. (Dir.) *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013, pp. 657-696.

FERNANDEZ RUIZ, J. L., “De nuevo en torno al usufructo de acciones”, *RDS*, 2005, pp. 121-137.

FERNANDEZ, P., ORTIZ PIZARRON, A. “Ibex 35 1991-2014. Rentabilidad y Creación de Valor”, disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2569112>.

FERRARINI, G., “Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario”, en BALZARINI (Et al), *La società per azioni oggi*, Collana della Rivista delle Società, Giuffrè Editore, 2007, pp. 663 y ss.

FERREIRA GOMES, J, “ Conflicto de intereses entre accionistas nos negocios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador” en AA.VV. *Conflito de intereses no direito societário e financeiro-Un balanço da crise financeira*, Almedina, 2010, pp. 142-143.

FICHTNER, J. y NÖLKE, A., “Activist *Hedge funds* and the Financialization of 'Rhenish' Capitalism”, presentado en *The annual meeting of the SASE Annual Conference, Sciences Po, Paris*, 2012-06-20 disponible en: http://www.allacademic.com/meta/p371067_index.html

FICHTNER, J., Activist *hedge funds* and the erosion of Rhenish capitalism: The impact of impatient capital, *CCGES/CCEAE* 2009, Working paper, nº17, pg. 26.

- FIGUIEREDO, A., *O negócio fiduciário perante terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*, [Teses de Doutoramento](#), Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa, 2011.
- FIRTH, S., *Derivatives: law and practice*, Sweet & Maxwell, 2003.
- FISCHEL, D. R., "Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock", *University of Chicago Law Review*, pp. 119-152, 1987.
- FLANNIGAN, R., "Shareholder Fiduciary Accountability", *Journal of Business Law*, Nº1, 2014, p. 30.
- FLEISCHER, H., y SCHMOLKE, K. U. "The Reform of the Transparency Directive: Minimum or Full Harmonisation of Ownership Disclosure?", *European Business Organization Law Review*, vol. 12, , 2011 no 1, pp. 121-145.
- FLORES DOÑA, M. S., "Propiedad oculta" y "voto vacío" en la armonización de la transparencia corporativa", *RDBB*, Nº 132, 2013, pp. 103-131.
- FRAN MARTINS, Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, vol. 2 –tomo I, *RJ: Forense*, nº495, 1978, pp. 76-77.
- FRANKEL, T., "The New Financial Assets: Separating Ownership from Control", 33 *Seattle U. L. Rev*, 2010, p. 935.
- FRIDMANN, D. "The effect of foreign law on the law of Israel", *Israel L. Rev.* 10 (2), 1975, pp. 192-206.
- FRIED, J. M., "The Uneasy Case for Favoring Long-term Shareholders", 124 *Yale L. J.*, 2015.
- FSB, *Thematic Review on OTC Derivatives Trade reporting*, 2015.
- FSB, *Reporting Financial Transactions to Trade Repositories in the Americas*, p. 4.
- FUENTES NAHARRO, M, La funcionalidad de la figura del administrador de hecho como vía de imputación de responsabilidad intragrupo (una aproximación conceptual a la figura), e-prints,.
- "El accionista "depredador". Un acercamiento a la figura y su problemática a partir de la experiencia comparada", *RDBB*, Año nº 31, Nº 128, 2012, pp. 7-34.

- GALLEGO CORCOLES, A., “Regulación estatutaria de los derechos de información y de voto en una sociedad cotizada y cesión onerosa del derecho de voto a través de del otorgamiento de poder de representación (STS de 12 de noviembre de 2014)”, *RdS*, Nº 44, 2015, pp. 353-385.
- GALLEGO LANAU, M., “El conflicto de intereses en la cesión global de activo y pasivo a favor del socio mayoritario de la sociedad cedente”, *RDS*, Nº 46, 2016, págs. 193-236.
- GARBERÍ LLOBREGAT, J./GONZÁLEZ NAVARRO, A./MELERO BOSCH, L. V., *El proceso de impugnación de acuerdos de las sociedades de capital*, Bosch, 2015.
- GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J., “Las reglas de cómputo de los derechos de voto en el régimen de opa obligatoria” en AA. VV. *Estudios de derecho mercantil: En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, Civitas-Thomson Reuters 2010, pp. 1531-1568;
- *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)*, Civitas, 2002.
- GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., “The UNIDROIT Project on Intermediated Securities: Direct and Indirect Holding Systems”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, Nº. 1, 2006.
- “La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto”, *RdS*, Nº 26, 2006, pp. 203-217.
- “Transparencia accionarial: Algunas experiencias en el Derecho comparado” en *Transparencia Accionarial*, Centro de Gobierno Corporativo, 2010. p. 58 y ss.
- “Ejercicio del derecho de voto e intermediarios financieros:: el infeliz artículo 524 LSC”, *RDMV*, 10, 2012, pp. 241-250.
- “Valores negociables y custodia internacional algunas cuestiones fundamentales”, en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A y ESTEBAN VELASCO, G., *La modernización del derecho de sociedades de capital en España: Cuestiones pendientes de reforma*, [Editorial Aranzadi](#) , Vol. 1, 2011, pp. 195-225.

— El artículo 524 lsc y el juego del teléfono escacharrado, 2 de septiembre de 2011, disponible en: <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2011/09/el-articulo-524-lsc-y-el-juego-del.html>

— “Ejercicio del derecho de voto e intermediarios financieros: el infeliz artículo 524 LSC”, *RMV*, N°10, 2012, pp. 241-250.

GARCIMARTIN ALFEREZ, F., y GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., “Los valores depositados en un intermediario: riesgos legales e intervención del legislador supranacional (1)”, *RMV*, N°1, 2007, pp. 75-130.

GARGANTINI, M., *Identificazione dell’azionista ed esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Università degli Studi di Siena, Giappichelli, 2012.

GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control del poder*, Bolonia : Publicaciones del Real Colegio de España, 2002.

— “El principio de proporcionalidad de capital y control en la unión europea” en AA.VV., *Estudios de derecho mercantil: En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, Civitas-Thomson Reuters, 2010, pp. 277-326.

GARRIGUES DIAZ-CAÑABATE, J., *Contratos bancarios*, Silverio Aguirre Torre, Madrid, 1975.

GECZY, C. C, MUSTO, D. K., y REED, A. V., “Stocks are special too: An analysis of the equity lending market”, p. 6, *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, 241-269 (draft, p. 6).

GEORGESON, CUATRECASAS-GONÇALVES PEREIRA, *El gobierno corporativo y los inversores institucionales*, 2016.

GERSTEIN, M. D., FARIS, B. C., CAMPION, T. F. , y DREWRY, C. R., *The resilient rights plan: Recent poison pill developments and trends*, 2014, disponible en: <https://www.lw.com/thoughtLeadership/2014-poison-pill-developments-and-trends>.

GILSON, R.J., y JEFFREY, N.,: “ The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights “, *Columbia Law Review*, 2013; *ECGI - Law Working Paper No. 197*; *Columbia Law and Economics Working Paper No. 438*; *Rock Center for Corporate Governance at Stanford*

University Working Paper No. 130, 2013, p. 876. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2206391>, p.876.

GIMENO RIBES, M., “Derecho de voto, interés social y estrategias en los mercados bursátiles: las situaciones de voto vacío”, *La Ley mercantil*, Nº. 13 (abril), 2015, pp. 10-24.

GINÉS CASTELLET, N., “Impugnación de acuerdos sociales y abuso de derecho: algunas reflexiones para el ordenamiento jurídico español a la luz de la experiencia francesa”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 40, 2013, pp. 273-315.

GIRON TENA, J, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, 1952.

— “Las reformas varias, pendientes y andantes, de la Sociedad Anónima en España”, *La Ley*, Nº 1, 1989, pp. 923-942.

GÓMEZ GÁLLIGO, J., “Los contratos a plazo en mercados OTC: su naturaleza y régimen jurídico”, en ALONSO LEDESMA, C., y ALONSO UREBA, A (Dir.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013, pp. 923-942.

GOMEZ-JORDANA, I., MARTIN DE NICOLÁS, G., SAAVEDRA, J., “Tipología de ofertas públicas de adquisición”, *RDMV*, nº 7, 2010, pp. 147-181.

GOMEZ-SANCHA TRUEBA, I., —”Los mecanismos de identificación y legitimación del accionista a través de iberclear y sus entidades participantes: funcionamiento del sistema” en AA. VV., *Transparencia Accionarial y Buen Gobierno Corporativo*, Investigaciones y publicaciones del Centro de Gobierno Corporativo, 2010.

— “Indirect holdings of securities and exercise of shareholders rights (a Spanish perspective)”, *Capital Markets Law Journal*, vol, 3, nº 1, 2008, pp. 32-57.

— “El derecho de toda sociedad cotizada a mantener un registro actualizado de accionistas: la necesidad de inmediata puesta en práctica del artículo 497 de la Ley de Sociedades de Capital (Redactado por la Ley 2/2011, de 4 de marzo), *RDMV*, Nº 11, 2012, pp. 41-68.

GONZALEZ ARAÑA, F. J. Delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias en RECALDE CASTELLS, A.; y ARIAS VARONA, F. J., *Comentario práctico a la nueva normativa de Gobierno*

- Corporativo. Ley 31/2014, de reforma de la Ley de Sociedades de Capital*, Dykinson, 2016, pp. 157-160.
- GONZALEZ CASTILLA, F., *Representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta: organización del sistema y derechos del socio*, Tirant lo Blanch, 1999.
- GORDON, L. A/ POUND, J., “ESOPs and Corporate Control”, 27 *Journal of Financial Economics*, vol. 27, nº 2, 1990, pp. 525-555.
- GRACIO, L., *O esvaziamento de voto. A eventual recondução à figura das deliberações abusivas*. Dissertações de Mestrado. Universidade Católica Portuguesa. 2012.
- GRANT, H. M. y MATTHEW, B. T., “One Share, One Vote and The False Promise of Homogeneity”, *Cardozo L. Rev.*, Nº 30, 2008, pp. 447-448.
- GUERRA MARTIN, G., *Las limitaciones estatutarias al número máximo de votos en las sociedades cotizadas*, Monografías RMV, nº 5, 2010, pp. 43 y ss.
- GUERRERO TREVIJANO, C., *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de sociedades de capital*, Civitas, 2014.
- GUTIERREZ DE CABIEDES, J. M., “Las llamadas técnicas de “gestión alternativa”, en Rico Arévalo, B. (Dir.) *Régimen jurídico y económico de los “hedge funds”*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pp. 327 y ss.
- GYVES, C.J., MARSCHO, D. R., y DICKERSON, J. L., “United States: Beneficial Ownership Reporting And The Brokaw Act”, *Mondaq*, 11 abril 2016.
- HALDANE, A, *Who owns the company*, Bank of England, 2015.
- HANSMANN, H., y PARGENDLER, M., “The evolution of shareholder voting rights: separation of ownership and consumption”, *The Yale journal*, 123, 2014, p. 952
- HARRIS, M., RAVIV, A., “Corporate governance-Voting rights and Majority rules”, *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp. 203-235.
- HASEN, R. L., “Vote Buying”, 88 *Cal. L. Rev.*, 88, 5, 2000.
- HAYDEN, G. M. y MATHEW, B. T., “One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity”, *Cardozo L. Rev.*, 30, 2008, p. 499-501
- HENDERSON, S. K., *Henderson on derivatives*, Lexis Nexis, 2010.

HERNANDEZ PEÑASCO, R., “El voto transfronterizo mediante intermediario financiero: el artículo 524 de la Ley de Sociedades de Capital”, *RDS*, 40, 2013, pp. 245-271.

HERNANDO CEBRIÁ, L. *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital: control societario y los abusos de mayoría, de minoría y de igualdad*. Bosch, 2013.

HERRERO, MORANT, R., “La cesión del derecho de voto en la sociedad cotizada. (A propósito de la Sentencia núm. 608/2014 del Tribunal Supremo, Sección 1, Sala de lo Civil, de 12 de noviembre de 2014)”, *RMV*, nº15, 2014, p. 6.

HFSB, *Hedge Fund Standards*, p.33.

http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3388/documento/HEDGE_FUNDS.pdf?id=3925

HU, H. T. C. y BLACK, B., “The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Southern California Law Review*, 79, 2006, p. 833.

— “Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms,”, *The Business Lawyer*, 2006, pp. 1011-1070.

— “Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, 2, 2007, pp. 343-367.

— “Debt, equity, and hybrid decoupling: governance and systemic risk implications”, *European Financial Management*, vol. 14, 2008, pp. 663-709.

— “Equity and Debt *Decoupling* and Empty Voting II: Importance and Extensions”, 156, *University of Pennsylvania Law Review*, p. 697.

— “Financial innovation and governance mechanisms: The evolution of decoupling and transparency”, *Business Lawyer*, 70, 2, 2015, pp. 347-405.

HUDSON, A., *The law and regulation of finance*, Sweet & Maxwell, Thomson Reuters, 2013.

HULL, J.C., *Introducción a los mercados de futuros y opciones*, Pearson-Prentice Hall, 2009.

IBAÑEZ JIMENEZ, J. (Dir.), *Opciones normalizadas*, Dykinson, 1999.

— *El contrato de instrumentos derivados*, Civitas-Thomson Reuters, 2013.

— “Derechos de asistencia y representación en junta: la reforma española en el contexto de las corrientes globales de proxy voting law” en AA. VV., *Comentarios a la reforma del régimen del ajunta general de accionistas en la reforma del buen gobierno de las sociedades*, Aranzadi, 2014, pp. 133-150.

IRACULIS ARREGUI, N. *Conflictos de interés del socio. Cese del administrador nombrado por accionista competidor*, Marcial Pons, 2013.

IRIBARREN BLANCO, M. “La reserva de los derechos políticos en la compraventa de acciones con precio aplazado”, *RDM*, N° 290, 2013, pp. 271-292.

— “Participación en la Junta General del accionista en conflicto de intereses, prohibición de cesión separada del voto y otras previsiones estatutarias y del reglamento de la Junta de una sociedad cotizada”, *RDM*, n°296, 2015, pp. 423-448.

— *Acuerdos negativos y deberes de fidelidad de los minoritarios*, Almacén del Derecho, disponible en: <http://almacenederecho.org/acuerdos-negativos-y-deberes-de-fidelidad-de-los-minoritarios/>.

ISDA, *Central Clearing in the Equity Derivatives Market*, 2014.

— *Comment letter- CSA, Proposed Amendments to Multilateral Instrument 62-104 Take-Over Bids And Issuer Bids Proposed Changes to National Policy 62-203 Take-Over Bids and Issuer Bids and Proposed Consequential Amendments*, 2013.

JENSEN, M.C., MECKLING, W.H., “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 1976, pp. 305-360.

JUDGE, K., “Information Gaps and Shadow Banking”, *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 529, 2016.

JUSTE MENCIA, J., “En torno a la aplicación del régimen de responsabilidad de los administradores al apoderado general de la sociedad (Nota a las SSTS de 26 mayo de 1998 [RJ 1998 4004] y 7 junio de 1999 [RJ 1999 509] y de la AP de Valencia de 27 de septiembre de 1999)”, *Revista de Derecho de Sociedades*, 14, 2000, pp. 441-458.

- “Presupuestos y extensión subjetiva de la responsabilidad” en AA. VV., *Comentario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014) Sociedades no cotizadas*, Civitas-Thomson Reuters, 2015, pp. 117- 122.
- KAHAN, M., ROCK, E.B., “Hedge funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, 2007, 1069.
- “The Hanging Chads of Corporate Voting”, *Georgetown Law Journal*., 96 (4), 2008, 1272-1273.
- KARMEL, R. S., “Voting Power Without Responsibility or Risk - How Should Proxy Reform Address the Decoupling of Economic and Voting Rights?”, *Villanova Law Review*, Vol. 55, 2010; p. 117.
- KATELOUZOU, D., “Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence”, *Virginia Law & Business Review*, nº. 7, 2013, pp. 29-32.
- KATZ, D., MACINTOSH, L., y LIPTON, W., *Section 13(d) Reporting Requirements Need Updating*. disponible en: <http://corpgov.law.harvard.edu/2012/04/12/section-13d-reporting-requirements-need-updating/>
- KATZ, J. J., “Barbarians at the Ballot: the use of hedging to acquire low cost corporate influence and its effect on shareholder apathy”, *Cardozo L. Rev.*, Nº 28, 2006, pp. 1513-1514.
- KEAY, A., “Board accountability and the entity maximization and sustainability approach”, 2016, disponible en <https://ssrn.com/abstract=2747398>.
- KENT BAKER, H/ KYMAZ, H.: *The art of capital restructuring- Creating shareholder value through mergers and acquisitions*, Wiley, 2011.
- KETTUNEN, M., Y WOLF-GEORG, R. “Disclosure Regulation of Cash-Settled Equity Derivatives -An Intentions-Based Approach”. *Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly*, nº 2, 2012, p. 7.
- KLEIN, A. y ZUR, E., “Entrepreneurial shareholder activism”, *The Journal of Finance*, nº 64, 2009, pp. 187–229

- KNUDSEN, G/ NORVICK, H., “Corporate governance in Norway”, en LEKVALL, P. (Ed.), *The nordic corporate governance model*, 2014, SNS Förlag.
- KORSMO, C. R., “High-frequency trading: a regulatory strategy”, *University of Richmond law review*, vol. 48, p. 530
- KOURETAS, G.P. y TARNADIU, C., “Shareholding in EU: is indirect holding approach appropriate in achieving financial integration?”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 22 (1), 2014, pp.15-25
- KRAAKMAN, R. *The anatomy of corporate law: A comparative and functional approach*, Oxford University Press, 2009.
- KRÜGER ANDERSEN, P., Corporate governance in Denmark, disponible en: <http://www.scandinavianlaw.se/pdf/45-1.pdf>
- LAPUENTE, S.C., “Operaciones fiduciarias o trust en Derecho español”, *Revista crítica de derecho inmobiliario*, 75 (654), 1999, pp. 1757-1866.
- LARENZ, K., *Metodología de la Ciencia del Derecho*, Ariel Derecho, 2009.
- LE CANNU, P. y DONDERO, B., *Droit des sociétés*, 6ª Ed., LGDJ, Lextenso éditions, 2015.
- LEE, L., “New kids on the block chain: how bitcoins technology could reinvent the stock market”, *Hasting Business Law Journal*, v. 12, nº2, 2016.
- LEE, M., “Empty Voting: Private Solutions to a Private Problem”, *Colum. Bus. L. Rev.*, N. 883, 2007, pp. 897-899.
- LEHMAN BROTHERS, *Equity derivatives: applications in risk management and investment*, Risk Publications, 1997.
- LEKVALL, P. (Ed.) *The nordic corporate governance model*, 2014, SNS Förlag, p. 131-134.
- LEON SANZ, F., “La adaptación del derecho español a la directiva sobre derechos de socios en materia de solicitud pública de representación en sociedades cotizadas (the incorporation of the directive on the exercise of certain rights by shareholders of listed companies to spanish law on proxies)” *Working Paper IE Law School* AJ8-181 31-01-2012.

- LEPLAT, F. (Dir.), *Remise en cause des concepts du droit des sociétés par les techniques de financement –Dissociation entre la qualité d'actionnaire et le risqué financier- (Empty voting et hidden ownership*, Université de Rouen – Curej, 2013.
- LEVMORE, S., “Voting with intensity”, *Stanford Law Review*, 2000, p. 111-161.
- L'EXPRESS: “Les trafiquants de voix passent à l'action”, http://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/les-trafiquants-de-voix-passent-a-l-action_1343524.html?pg=2
- LILIENTHAL, Y.W., “Corporate voting and public policy”, *Harvard.L.Rev* , 10, 1986, p. 431.
- LISTOKIN, Y., “The Pivotal Mechanism and Organizational Control”, *Yale Law & Economics Research Paper* No. 379, 2009.
- LOPEZ RODRIGUEZ, F., *Curso práctico de opciones y futuros*, Inversor, 2004.
- LOPEZ SANCHEZ, M., “Los supuestos de conflicto de intereses sin privación del derecho de voto: la distribución de la carga de la prueba en caso de impugnación de los acuerdos sociales (art. 190. 3 LSC)” en AA. VV., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Tomo 1, 2016, p. 121-149.
- LOSADA LOPEZ, R., “Activismo e ingeniería financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas y sus accionistas”, *CNMV-monografía*, 25, 2007..
- LU, C. X. W. Unpacking Wolf Packs. *The Yale Law journal*, 2016, pp. 560-575.
- LUTTER, M.: “Die Treupflicht des aktionärs”, *Zeitschrift für Handels-und Wirtschaftsrecht*, n° 153, 1989, pp. 446-471.
- MACCHIAROLA, M.C., “Consciously decoupling: a response to professors Barry, Hatfield, and Kominers”, *Va. L. Rev. Online*, 100, 2014, p. 43:
- MADRID PARRA, A., *Contratos y mercados de futuros y opciones*, Tecnos, 1994.
- “La especial propiedad del patrimonio de los fondos de inversión y de titulización”, *RMV*, n°6, 2010, 8-59.
- MAMBRILLA, V., “Aproximación al estudio de la naturaleza jurídica del voto del accionista”, *Anales de estudios económicos y empresariales*, n°1, 1986, pp.169-194.

- MARAIS, D., “Decoupling Voting Rights from Economic Interest: The Case of Empty and Negative Voting” en *Trinity C.L. Rev.*, nº18, 2015, pp. 200-202.
- MARCO MAUGERI, “Record date e nuova inscindibilità della partecipazione azionaria”, *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 119 (1), 2011, p.107-155.
- MARCOS, F., *Las depositary shares*, Civitas, 2007.
- MARIN DE LA BARCENA, F., “La impugnación de acuerdos negativos (art. 204. 1 LSC) en AA. VV., El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capital, Colegio Notarial de Madrid, pp. 277-294, 2015.
- MARTINEZ MARTINEZ, M. T., “La Directiva sobre el ejercicio de los derechos de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas, y su impacto sobre el Derecho español”, *RDS*, Nº 29, 2007, pp. 39-89.
- El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos de las juntas generales en las sociedades de capital: las causas de invalidez y los motivos de inimpugnabilidad”, *RDBB*, Año nº 34, nº 137, 2015, pp. 63-114.
- MARTINEZ ROSADO, J., *Los pactos parasociales*, Marcial Pons, 2017.
- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS (Dir.), *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Aranzadi, 2014.
- MASSAGUER, J., “Artículo 206. Legitimación para impugnar” en AA.VV., *Comentario de las reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, Civitas-Thomson Reuters, pp. 267-269.
- MATEU DE ROS CEREZO, R., “La tenencia indirecta de acciones y el derecho de voto en las sociedades cotizadas tras la ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la ley de sociedades de capital”, *Centro de Gobierno Corporativo*, 2011, pp. 14 y21.
- *Práctica de Gobierno Corporativo: La reforma de la Ley de Sociedades de Capital y del Código de Buen Gobierno*, Aranzadi, 2015.
- MAXWELL MURPHY, How Bill Ackman Stalked JC Penney, *Deal Journal-Wall St. J.* Octubre 8, 2010.

- MAYER, C., *Firm commitment*, Oxford, 2013.
- MAYSON, S. W., FRENCH, D. y RYAN, C. *Mayson, French & Ryan on Company Law*.
- MAZARS. *Transparency directive assessment report*, 2009.
- MCGARRY, A. y PARKER, E., “Reason for entering into *equity* derivative transactions and values derive from *equity* derivative financial instrument” en PARKER, E., *Equity derivative: documenting and understanding equity derivative products*. [Globe Law and Business](#), 2008.
- MEDAÑA NAVARRO, R., “Negocios sobre acciones cotizadas. La compraventa de acciones cotizadas. El préstamo de valores. Derivados” en AAVV, *La Sociedad Cotizada*, Marcial Pons, 2006, pp. 517-568
- MEGIAS LOPEZ, J. “El abuso a la minoría y el interés social”, *RDS*, nº39, 2012, pp. 425-446
- “Abuso de mayoría y de minoría en las sociedades de capital cerradas”, *RDBB*, nº32, 2013, pp. 7-50.
- MELERO BOSCH, L., “Los acuerdos impugnables” en AA. VV., *El proceso de impugnación de acuerdos de las sociedades de capital*, BOSCH, 2015, pp. 242-243
- MENDEZ MENEDENZ, A., “Sociedad anónima y fin lucrativo”, *Anales*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, nº24m, 1994, pp. 163-179.
- MENEZES CORDEIRO, A. (Cord.), *Código das sociedades comerciais anotado*, 2ª ed., 2014, Almedina.
- MERTON, R.C., “Theory of rational option pricing”, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 4, No.1, 1973, pp. 141-183
- MICHELER, E., “Custody chains and asset values: why crypto-securities are worth contemplating”, *The Cambridge Law Journal*, v. 74, 3, 2015 pp. 505-533.
- MITTERMEIER, M., *Empty voting: Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, De Gruyter Recht, 2014.
- MIQUEL RODRIGUEZ, J., “Reflexiones sobre los deberes de fidelidad de socios y accionistas”, en SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., OLEO BANET, F.,

- MARTÍNEZ FLÓREZ, A., (Coords.), *Estudios de derecho mercantil. En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*, Cizur Menor (Pamplona), Civitas-Thomson Reuters, 2010, pp. 453-470.
- MIQUEL RODRIGUEZ, J., *La sociedad conjunta: (joint venture corporation)*, Civitas, 1998.
- MONGA, A. “Using derivatives to manipulate the market for corporate control”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 2006, p. 188.
- MONTALENTI, P., “Sociedades cotizadas, mercados financieros y relaciones con los inversores”, *RdS*, nº44, 2015, pp. 15-36.
- MONTALENTI, P., *Società per azioni, corporate governance e mercanti finanziari*, Giuffrè Editore, 2011.
- MORENA ORONÓZ, J. J., “El préstamo de valores negociables”, *RDM*, 2010, pp. 67-99.
- MOSER, S. M., NESS, B. F. V. y NESS, R. A. V., “Securities lending around proxies: is the increase in lending due to proxy abuse or a result of dividends?”, *Journal of Financial Research*, 36 (1), 2013, pp. 1-17..
- MUÑOZ PEREZ, A. F., “El concepto amplio de concierto como presupuesto de la opa imperativa en Derecho español”, *RDS*, nº 30-1, 2008, (BIB 2008\800), pp. 45-95.
- “El mercado de derivados OTC. Iniciativas de reforma”, *RMV*, Nº. 8, 2011, pp. 23-72.
 - *Los derivados financieros equity y el gobierno corporativo de las sociedades*, Marcial Pons, 2013.
 - Caracterización del REPO como contrato de financiación y distinción de figuras afines (I y II), *La Ley mercantil*, Nº. 24-25, 2016, pág. 6 y ss.
- MUSACCHIO, A., “Laws Versus Contracts: Shareholder Protections and Ownership Concentration in Brazil, 1890-1950”, 82 *Bus. hist. rev.*, (2008), pp. 445 y ss.
- NATHAN, C., “Second Generation Advance Notice Bylaws and Poison Pills”, *HLSFCG*, 22 abril 2009.

- “Empty Voting” and Other Fault Lines Undermining Shareholder Democracy: The New Hunting Ground for Hedge Funds”, 1571 *PLI/CORP* 425, 2006.
- NAVARRO GANCEDO-RODRIGUEZ, F., “La información a inversores en la administración de valores negociables”, *RDMV*, n° 9, 2011, pp. 63-120.
- NAVEIRA, J.B., “Los trade repositories y las CCPs en el mercado de derivados OTC, nuevos actores” en MARTINEZ PARDO, R., y JIMENEZ FERNANDEZ, A. (Dir.) *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2013*, FEF, pp. 137-146.
- NAVEIRA, J.B., y MENDOA, I.S., “La reforma de la post-contratación de valores en España”, *Estabilidad financiera*, N°. 28, 2015, pp. 77-101
- NEEMA, Z y OROSEL, G., “On the efficiency of vote buying when voters have common interests”, *International Review of Law and Economics*, 26, 2006, pp. 536-556.
- NEVILLE, M., “Shareholder Activism: The Suspicious Shareholder” en BIRKMOSE, H., NEVILLE, M. y SØRENSEN, E., *The European Financial Market in Transition*, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2012
- “Shareholder activism: The dubious shareholder revisited” en BIRKMOSE, H. S., *Shareholders duties*, Wolters Kluwer, 2017, pp. 175 y ss.
- NEVILLE, M/ ENGSIG SØRENSEN, K. E., “Company law and SMEs”, Thomson Reuters, 2010.
- NUÑEZ FERNANDEZ, G., “El préstamo de valores negociables en general y su uso en las prácticas de estabilización mediante sobre-adjudicación de las ofertas públicas de acciones”, *RMV*, n° 2, 2008, pp. 429-440.
- NYTIMES, what is Jana doing, 7 febrero de 2008.
- OCDE, *Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion*, 2007
- *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance*, OECD Publishing, 2011.

- *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance. A synthesis of research about private equity firms and activist hedge funds*, 2007.

- OLIVENCIA, M., “Algunas cuestiones sobre el derecho de voto en la sociedad anónima”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo 17, 1972, p. 271.

- *Escritos jurídicos*, Fundación El moneto, 2005.

- PACCES, A. M., Exit, voice and loyalty from the perspective of hedge funds activism in corporate governance, *ECGI*, 2016, nº 320.

- PAIS DE VASCONCELOS, P., *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, 2014.

- PALA LAGUNA, R., *Los hedge funds y sus sociedades gestoras*, Monografías RMV, Wolters Kluwer, Madrid, 2013.

- “La disociación entre los derechos económicos y el derecho de voto en el gobierno corporativo de sociedades cotizadas: la actividad de los hedge funds como nuevos hechos que reclaman una reforma legal” en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS (Dir.), *Gobierno corporativo: la estructura del órgano de gobierno y la responsabilidad de los administradores*, Aranzadi, 2014, p. 1153.

- PANTALEON PRIETO, A.F., “Las acciones. Copropiedad, usufructo, prenda y embargo” en AA. VV. *Comentarios al régimen legal de las sociedades anónimas*, T. IV, VOL. 3, Civitas, 1992.

- PAOLO LA SALA, G., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Giappichelli, 2011.

- PARLAMENTO EUROPEO, *The use of shareholder voting rights during the general assembly of company shareholders*, IP/A/ECON/2008-32, 2009.

- *Rights and obligations of shareholders, National regimes and proposed instruments at Eu level for improving legal efficiency*, PE 462.463, 2012.

- PARTNOY, F. y RANDALL, T. S., “Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation”, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper* No. 06-21; *San Diego Legal Studies Paper* No. 07-72.
- PARTNOY, F., “U.S. Hedge Fund Activism”, en AA. VV., *Research Handbook on Shareholder Power*, Elgar Press, pp. 99 y ss., 2015.
- PARTNOY, M y SHAUN, P. M., “Encumbered shares”, *University of Illinois Law Review*, 2005, p. 795.
- PAYNE, J., “Contractual aspects of shareholder's duties” en BIRKMOSE, H., “Shareholder's duties”, Wolters Kluwer, 2017, p. 177.
- PAYNE, J., “The Regulation of Short Selling and Its Reform in Europe”, *European business organization law review*, 13 (3), 2012, pp. 413-440.
- PAZ ARES, C., “La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo”, *Indret*, 2003, pp. 18-19.
- *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*, Colegio de Registradores de la Propiedad, Mercantiles y de Bienes Muebles de España, Madrid, 2007.
 - “La anomalía de la retribución externa de los administradores. Hechos nuevos y reglas viejas”, *Indret*, 1, 2014, pp. 1-53.
 - “Anatomía del deber de lealtad”, *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, Nº. 39, 2015.
 - “La sociedad en general: Caracterización del contrato de sociedad” en AA.VV., *Lecciones de Derecho mercantil*, Tecnos, 2015.
 - *Comentario del código civil*, Thomson-Aranzadi: Ministerio de Justicia, 2015.
- PEDROL RIUS, A., “El derecho de voto y el interés en la sociedad anónima”, *RDP*, 1964, p. 506.
- PEINADO GRACIA, J. I.G, “Los derechos del socio: principios y derechos del socio (significado y límites de la condición de socio)” en AA. VV., *Cuadernos de derecho para ingenieros- Accionistas minoritarios*, vol. 10, 2011, pp. 65-78.
- PERDICES HUETOS, A. *El libro registro de socios. La legitimación del socio en las sociedades de capital*, Civitas, 2000.

— “Funciones de los registros de accionistas como instrumentos de legitimación y autenticación en las relaciones emisor-inversor” en AA.VV., *Transparencia accionarial*, Centro de Gobierno corporativo, 2010.

— “Significado actual de los “administradores de hecho”: los que administran de hecho y los que de hecho administran. A propósito de la STS de 24 de septiembre de 2001”, *RdS*, nº, 18, 2002, pp. 1-44.

PERESTRELO DE OLIVEIRA, M., “Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercicio de direitos sociais”, *Revista de direito das sociedades*, 2013, V, pp. 537-602.

PICO I JUNOY, J., “Cuestiones procesales de la impugnación de acuerdos de sociedades de capital”, *Revista Jurídica de Catalunya* (Colección RJC), 2015, pp. 91-111.

POLO, E., “Abuso o tiranía. Reflexiones sobre la dialéctica entre mayoría y minoría en la sociedad anónima” en AA.VV *Estudios en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez*, Madrid 1996, Tomo II (Sociedades Mercantiles), págs. 2269-2293.

POSNER, E. A./ WEYL, E. G., “Quadratic Voting as Efficient Corporate Governance”, *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 643*, 2013, p. 2.

PULGAR EZQUERRA, J., “Reestructuración de sociedades de capital y abuso de minorías”, *RDBB*, Año nº 32, Nº 129, 2013, pp. 7-34.

— “Impugnación de acuerdos sociales: en particular abusos de mayoría” en AA. VV., *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*, Aranzadi, Tomo 1, 2016.

QUIJANO GONZALEZ, J., “Bases para una revisión del Derecho de impugnación de los Acuerdos Sociales” en AA. VV., *La modernización del derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Aranzadi-Thomson Reuters, 2011.

— “La reforma del régimen de impugnación de acuerdos sociales: aproximación a las principales novedades” en AA.VV. *El nuevo régimen de impugnación de los acuerdos sociales de las sociedades de capital*, Colegio Notarial de Madrid, 2015.

- RAAIKMAKERS, G. T. M. J., “Securities lending and corporate governance” en *Tussen Themis en Mercurius*, Deventer, 2005, pp. 241-255
- RAMIREZ, J., *Handbook of corporate equity derivatives and equity capital markets*, Wiley, 2011.
- RAUH, J. D., “Own Company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense?”, *Journal of Financial Economics*, 81 (2), 2006, pp. 379-410.
- RECALDE CASTELLS, “En torno a la pretendida nominatividad de las anotaciones en cuenta y a su régimen de publicidad”, *RDBB*, N° 50, 1993, pp 361-404
- RECALDE CASTELLS, A. J. , “Publicidad de los datos personales incluidos en los registros de accionistas”, *RDS*, N° 18, 2002, pp. 77-98.
- “Conflicto de intereses” en JUSTE MENCIA, J. (Coord.), *Comentario de la reforma del Régimen de las Sociedades de Capital en materia de Gobierno Corporativo (Ley 31/2014) sociedades no cotizadas*, Thomson Reuters-Civitas, 2015.
 - “Deberes de fidelidad y exclusión del socio incumplidor en la sociedad civil”, *La Ley*, 1993, pp. 304-316,
 - *Limitación estatutaria del derecho del voto en las sociedades de capitales*, Civitas, 1996.
- RETANA GONZALEZ, D., “El rol de los *Trade Repositories*, diferencias de planteamiento en los distintos países del G-20” en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A., DE LA ORDEN DE LA CRUZ, Mª. C., MUÑOZ PEREZ, A. F.(Coords.), *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*, Civitas, 2013.
- RIBAS FERRER, V., *Aproximación al estudio del deber de lealtad del administrador de sociedades*, Universidad Autónoma de Barcelona, edición digital (2004). Edición electrónica de la tesis doctoral: disponible en: <http://www.tesisenxarxa.net/TDX-1026105-113344>
- RINGE, W. G., “Hedge Funds and Risk-Decoupling – The Empty Voting Problem in the European Union”, *Oxford Legal Studies Research Paper*, No. 52, 2012.

- “Empty Voting Revisited: The Telus Saga”, *Oxford Legal Studies Research Paper*, No 18/2013, 2013.
 - “Changing Law and Ownership Patterns in Germany: Corporate Governance and the Erosion of Deutschland”, *Oxford Legal Studies Research Paper*, N° 42, 2014.
 - *The deconstruction of equity. Activist shareholders, decoupled risk and corporate governance*, Oxford University Press, 2016.
- ROCK, E. B., “Institutional Investors in Corporate Governance” en *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, 2015, (en prensa), version consultada disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2512303>, p. 220;
- RODRIGUEZ ARTIGAS., F., “Participación en la Junta por medio de representante” en AA. VV. *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital: (Real Decreto Ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Ley 1/2012)*.
- RODRIGUEZ DIAZ, I., “Administrador oculto”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, Año 34, N° 138, 2015, pp. 7-48.
- RODRIGUEZ MARTINEZ, I., *El contrato bancario de administración de valores anotados en cuenta*, Marcial Pons, 2004.
- “La colaboración bancaria en la administración de valores anotados en cuenta”, *RDBB*, N° 98, 2005, pp. 7-34.
- ROE, M.J., “Corporate Short-termism-In the Boardroom and in the Courtroom”, *The Business Lawyer*, vol, 68, 2013, pp. 977-1006.
- ROGER L MARTIN., The false premise of shareholder value debate, *Harvard Business Review*, 26 de septiembre de 2016.
- RONCERO SANCHEZ, A., “Los inversores institucionales y el denominado “Gobierno Corporativo”, en ESTEBAN VELASCO, G. (Coord.) *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, 1999, Marcial Pons.
- *Representación del accionista en la junta general de la sociedad anónima*, McGraw-Hill Interamericana de España, 1996.
- RUBIO, J., *Curso de derecho de sociedades anónimas*, Edit. de Derecho Financiero, 1974.

- SACCO GINEVRI, A., “Long-Term Minority Shareholders' Rights in Publicly Held Corporations”, *EBOR*, 12, 2011, pp. 604-605.
- SAEZ LACAVE, M. I., “Las bases económicas del derecho de la junta de socios”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, nº 2, 2008.
- SÁEZ LACAVE, M. I., “Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de control de las sociedades cotizadas”, *Indret: Revista para el Análisis del Derecho*, Nº. 1, 2016.
- SANCHEZ ANDRES, A., *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, 1999, McGraw Hill.
- SANCHEZ CALERO, F., “La división del capital en acciones”, en ALONSO UREBA, A., DUQUE DOMINGUEZ, J., ESTEBAN VELASCO, G., GARCIA VILLAVARDE, R. *Derecho de Sociedades Anónimas-II Capital y acciones*, Civitas, 1994
- *La sociedad cotizada en bolsa en la evolución de Derecho de sociedades*, Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, 2001.
 - *La junta general en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, 2007.
 - *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Civitas, 2009, pp. 147-148.
 - *Instituciones de Derecho mercantil I*, Editoriales de Derecho Reunidas, 1991.
- SANCHEZ- CALERO GUILARTE, J., “Conflicto de intereses en la sociedad de responsabilidad limitada y derecho de voto del socio”, *RDS*, número extraordinario, 1994.
- “Creación de valor, interés social y responsabilidad social corporativa” en AA.VV. *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Cizur Menor 2006 T. II, pp. 851-913, disponible en e-prints: http://eprints.ucm.es/5600/1/Creaci%C3%B3n_de_valor.pdf, p. 57.
 - “Propuesta de revisión de la impugnación de acuerdos (especial referencia a las sociedades cotizadas)” en *Jornada Internacional “Reflexiones sobre la Junta General de las Sociedades de Capital”*, 20 de Abril de 2009, Colegio Notarial,

Madrid, pp. 21-23, disponible en:
http://eprints.ucm.es/9190/2/S%C3%A1nchez_Calero.pdf.

— “Crisis económica y gobierno corporativo”, *RDM*, nº 287, 2013. (BIB 2013\385).

— “Algunos cambios en la regulación de la junta general en el Informe de la Comisión de Expertos (y en el Anteproyecto de Ley de Modificación de la LSC) en AA.VV., *Comentarios a la reforma del régimen de la junta general de accionistas en la reforma del buen gobierno de las sociedades*, Aranzadi, 2014.

SANCHEZ-CALERO, J, FUENTES NAHARRO, M., y FERNANDEZ TORRES, I., “La primacía de los accionistas y la RSC: ¿una compatibilidad posible?, pp.17-18., disponible en: <http://eprints.ucm.es/11962/>.

SÁNCHEZ-CALERO, J., FERNÁNDEZ TORRES, I., y FUENTES NAHARRO, M., “La Junta general en las sociedades cotizadas (algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales)”, *DT del Departamento de Derecho Mercantil-Eprints*; nº 4, 2006.

SÁNCHEZ-CALERO, J., y TAPIA HERMIDA, A. J., “Primacía de los accionistas e ineficiencia de la junta (La reforma de la LSC y los derechos de los accionistas)”, *Documento de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*; nº 49, 2012.

SANCHEZ RUIZ, M., *Conflictos de intereses entre socios en sociedades de capital*, RDS Monografía, Aranzadi, 2000.

— “Perspectivas de reforma en la regulación de los conflictos societarios” en VVAA, *Estudios sobre el futuro Código Mercantil, libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*, Universidad Carlos III, 2015.

— “Voto y conflicto de intereses del accionista”, *Revista Lex Mercatoria*, nº 4, 2016, pp. 121-128.

SANTILLÁN FRAILE, I., “Cuentas ómnibus y régimen de separación del art. 80 LC”, *RDCYP*, nº. 10, 2009, pp. 215-240.

SANTORIO, A., DI PALMA, C., GUARNERI, P., y CAPOGROSO, A., “Deviations from the one share-one vote principle in Italy: recent developments –multiple vopting rights shares and loyalty shares”, *Bocconi Legal Papers*, 5, 2015, 164.

- SANTOS DOMINGUEZ, M. A., *El poder de decisión del socio en las sociedades cooperativas: La asamblea general*. Tesis Doctoral. Universidad Autónoma de Madrid, 2013.
- SANTOS MARTÍNEZ, V., “Acciones y obligaciones representadas mediante anotaciones en cuenta” en AA. VV. *Derecho de sociedades anónimas: en homenaje al profesor José Girón Tena*, Civitas, 1991, pp. 464-465.
- SANZ CABALLERO, J. I., *Derivados financieros*, Marcial Pons, 2000.
- SATOSHI NAKAMOTO, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, disponible en: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
- SCANELL, K., “How borrowed shares swing Company votes”, *Wall Street Journal*, 26 enero 2007, pp. 757101-28.
- SCANO, A. D., “Conflicts of interest in modern financial markets: the case of empty voting”, *Rivista della società*, 2013, pp. 163-189.
- SCIMEMI, E., *La vendita del voto nelle società per azioni*, Giuffrè Editore, 2003.
- SCHOUTEN, M. C., “The mechanisms of voting efficiency”, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 411.
- SCHOUTEN, M. C., SIEMS, M., “The Evolution of Ownership Disclosure Rules Across Countries”, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 10, 2010, pp. 451-483.
- SCHUIT, S.R., *Corporate law and practice of the Netherlands*, Kluwer Law International, 2002.
- SEC. *Concept release on the u.s. proxy system*, SEC Release No. 34-62495 (July 14, 2010) at 99, disponible en: <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>
- SECURITIES TRANSFER ASSOCIATION INC, *White paper: Comment letters on proxy reform show strong support for change*, disponible en: <https://www.sec.gov/comments/s7-14-10/s71410-281.pdf>.
- SERGAKIS, K., “The duties of a short seller” en BIRKMOSE, H. S., *Shareholder's Duties*, Wolters Kluwer, pp. 152-173, 2017.

- SIEMS, M. M, “With great power comes great responsibility” en BIRKMOSE, H., *Shareholders' duties*, Wolters Kluwer, pp. 69-88.
- SKEEL, D., “Behind the hedge”, *Legal affairs*, nov-dec, 2005.
- SKOG, R. y SJÖMAN, E., “Corporate governance in Sweden” en LEKVALL, P. (Ed.) *The Nordic corporate governance model*, SNS Förlag, 2014,
- SLAUGHTER and MAY et al., *Understanding and dealing with hedge funds and shareholder activism across Europe: the impact of the financial crisis*, 2012.
- SMITH, H., “A practical guide to the UK listing regime”, IKSA, 2015.
- SONDERGAARD BIRKMOSE, H., “European challenges for institutional investor engagement”, *EBOR*, 2, 2014.
- SCHOFIELD, N. C., *Equity Derivatives-Corporate and Institutional Applications*, Palgrave, 2017.
- STOCK LENDING AND REPO COMMITTEE WEDNESDAY, 11 diciembre de 2002, disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/gilts/slrdec02.pdf>
- STOUT, L. A., “Are Takeover Premiums Really Premiums? Market, Price, Fair Value, and Corporate Law”, 99 *Yale L.J.*, pp. 1235 y ss.
- “The mythical benefits of shareholder control”, 93 *Va. L. Rev.*, 2007, pp. 789 y ss.
- *The shareholder value myth*, Berrett-Koehler Publishers Inc., 2012.
- STOWEL, D.P., “Hedge funds investment strategies”, en STOWELL, D., *An Introduction to Investment Banks, Hedge funds, and Private Equity. The New Paradigm*, Elsevier, 2012.
- STRAND, T., “Shorttermism in the European Union”, *The Columbia Journal of European Law*, v. 22, n° 1, 2016, pp. 15-60.
- STRENGER, C., y ZETZSCHE, D., “Corporate governance, cross-border voting and the Securities Law Directive –Enhacing investor engagement through standarizaton”, *CBC Working Paper*, n°.1, 2013.

- STRINE, L. E., “The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 30, No. 3, pp. 673-696.
- STRINE, L. J (Jr)., “One fundamental corporate governance question we face: can corporations be managed for the long term unless their powerful electorates also act and think long term?”, *The Business Lawyer*, 2010, pp. 1-26.
- SULLIVAN, B. T., “CSX Corp v. Children's Investment Fund Management and the Need for SEC Expansion of Beneficial Ownership”, n°87, *N.C. L. Rev.*, 2009.
- SUDARSANAM, S., y BROADHURST, T., "Corporate governance convergence in Germany through shareholder activism: Impact of the Deutsche Boerse bid for London Stock Exchange", *Journal of Management & Governance*, vol. 16, n°2, 2012, pp. 235-268.
- TAPIA HERMIDA, A. J, *Manual del Derecho del Mercado Financiero*, Iustel, 2015.
- “El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondos de inversión y fondos de pensiones”, en *Gobierno Corporativo y crisis empresariales. II Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil*, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 523-548.
 - “La gestión y la custodia de los *hedge funds*” en Rico Arévalo, B (Dir.). *Régimen jurídico y económico de los “hedge funds”*, Cizur Menor, 2008, ed. Thomson Aranzadi.
- TAPIA HERMIDA, A., ALONSO LEDESMA, C., y RODRIGUEZ MARTINEZ, I., “OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias”, AA. VV. *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Bosch, 2009, pp. 161-326.
- TEVLIN, W. R., “The Conscious Parallelism of Wolf Packs: Applying the Antitrust Conspiracy Framework to Section 13(d) Activist Group Formation”, *Fordham Law Review*, 2016.
- THE CONFERENCE BOARD, *The Conference Board White Paper: What is the optimal balance in the relative roles of management, directors, and investors in the governance of public corporations?*, marzo, 2014.

- THE ECONOMIST, *LVMH and Hermès, Hidden predators*, 6 julio 2013 (version online).
- THOMSON, R. B y EDELMAN, P. H., “Corporate Voting”, *Vanderbilt Public Law Research Paper*, No. 08-32, Vol. 62, 2009.
- TIMMERMAN, L. y DOORMAN, A., *Rights of minority shareholders in the Netherlands*, disponible en: <http://hdl.handle.net/11370/07cb38f4-7572-4014-a61c-1c22f98aac3d>
- TOMAS MARTINEZ, G., “En busca de una alternativa al trust para articular planes de participación financiera: *employee stock ownership plans* (ESOPs), *Cuadernos de Derecho Transnacional*, v. 6, nº 2, pp. 255-289, 2014.
- TURIG, D., *Clearing and settlement in Europe*, Bloomsbury professionals, 2012.
- URBAN, M. U., *The Influence of Blockholders on Agency Costs and Firm Value: An Empirical Examination of Blockholder Characteristics and Interrelationships for German Listed Firms (Auditing and Accounting Studies)*, Springer, 2015.
- URIA, R., “El derecho de voto del accionista”, *RCDI* , Nº 177, 1943.
- URIA MENENDEZ, R. et al.: *Understanding and dealing with hedge funds*, disponible en: URIA, R. “La sociedad anónima: la acción en general”, en URIA, R. y MENENDEZ, A. *Curso de Derecho Mercantil*, 2ª ed., Civitas, 2001.
- USANDIZAGA USANDIZAGA, P., “Conflicto de intereses y derecho de voto en la junta general” en AA.VV. *Reforma de las sociedades de capital y mejora del gobierno corporativo*, *RJC*, 11, 2016. , pp. 423-453.
- VAN ERP, S., “Security interests: A secure start for the development of European Property law”, *Maastricht Working Papers*, 5, 2008.
- VANNESTE, K., “*Decoupling Economic Rights from Voting Rights: A Threat to the Traditional Corporate Governance Paradigm*”, *EBOR*, 15-1, 2014.
- VARA DE PAZ, N., “La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta”, *Documentos de Trabajo del Departamento Derecho Mercantil*, Nº12, 2007.
- VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera*, Aranzadi, 2002.
- VEIGA COPO, A. B., *La prenda de acciones*, Civitas, 2015.

- VEIL, R., *European capital markets law*, Oxford-Hart Publishing, 2013.
- VEIL, R., “The Reform of the Transparency Regime in European Capital Markets Law”, *ECFR*, 18, 2013, p. 28.
- VERMEULEN, E., “Beneficial ownership and control: a comparative study – Disclosure, information and enforcement”, *OCDE Corporate Governance Working Papers*, nº7, 2013.
- VICENT CHULIA, F., “One share one vote en España”, *El notario del Siglo XXI*, 2010, N30.
- “Nota sobre convocatoria e información previa a la junta en la sociedad cotizada española”, *RDM*, nº287, 2013, pp. 29-62.
 - “Grupos de sociedades y conflictos de intereses”., *RDM*, 280/211, (BIB 2011 12002), pp. 19-43.
- VILLAFEZ PEREZ, I., “El deber de lealtad y sus concreciones en la legislación cooperativa”, *REVESCO*, nº 120, 2016, pp. 121-148.
- VIVES RUIZ, F. *Las operaciones de “public to private” en el derecho de opas español*, Thomson Reuters-Civitas, 2008.
- “Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil”, *RDBB*, Año nº 34, Nº 137, 2015, p. 46, (BIB 2015\613), pp. 7-62.
- VON ADAMEK, M. V., *Abuso de minoría em direito societário*, Malheiros, 2014.
- WADEL, C. W., (et al.), “Identifying the Legal Contours of the Separation of Economic Rights and Voting Rights in Publicly Held Corporations”, *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper*, No. 90, 2010, p. 11.
- WALDIE, P.: “Arcelor Parks Dofasco in Dutch Foundation”, *Globe & Mail*, 5 abril 2006.
- WHATSON, J., *Productos derivados: renta variable*, *Euromoney*. Publications-Santander Financial Products, Londres, 1995.
- WINSTONE, D., *Financial derivatives, hedging with futures, forwards, options & swap*, Chapman & Hall, 1995.

- WOLF, M., “AstraZeneca is more than investors’ call “, *Financial Times*, 8 de mayo de 2014.
- WOOD, D.: “The *hedge fund* sleight of hand”, *Treasury and Risk Magazine*, Enero, 2007.
- WOOLLEY, P., “Why are financial markets so inefficient and exploitative – and a suggested remedy?”, *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.
- YANES YANES, P., El voto transfronterizo, problemas y orientaciones político-legislativas en la Unión Europea en RODRIGUEZ ARTIGAS, F. (Coord.) *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, Vol. 1, Aranzadi, 2006, pp. 485-486.
- YERMACK, D., “Shareholder voting and corporate governance”, *Annu. Rev.Financ.Econ.*, 2, 2010, pp 103-125.
- ”Corporate Governance and Blockchains”, *NBER Working Paper*, No. 21802 2015,
- ZANONI, A., “Hedge Funds' Empty Voting in Mergers and Acquisitions: A Fiduciary Duties Perspective”, *Global Jurist*, Vol. 9, No. 4, 2009, p. 20,
- ZETZSCHE, D. A., “Challenging Wolf Packs: Thoughts on Efficient Enforcement of Shareholder Transparency Rules”, *CBC-RPS*, No. 0044/09.
- “Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law - Matter of Law or Enforcement?”, *EBOR*, Vol. 10, 2009, p. 120.
- “Hidden ownership in Europe: BAFin's decisión in Schaeffler v. Continental”, *EBOR*, v. 10, n°1, 2009.
- “Against mandatory disclosure of economic-only positions referenced to shares o european issuers-twenty arguments against CESR proporsal”, *CBC-RPS*, n° 3, 2010.
- ZÖLLNER, W., *Schranken mitgliedschafter stimmrechtmacht*, (1963).
- ZUBIRI SALINAS, M., El representante del socio en las sociedades de capital, Aranzadi, 2015.
- ZUNZUNEGUI, F., “Préstamo de valores” en AAVV, *Lecciones de derecho bancario y bursátil* , Colex, 2001.

- “Novedades en el régimen jurídico del préstamo de valores”, *Revista de la contratación electrónica*, 56, 2005, (VLEX-246213), pp. 69-95.
- La prestación bancaria de servicios de inversión, Bosch, 2015.

